

# Le pouvoir monétaire international : le statut international d'une monnaie est-il un instrument de puissance ou un facteur de fragilité?

## The International Monetary Power

André Grjébine

Volume 10, Number 4, 1979

Les nouveaux centres de pouvoir dans la dynamique des relations internationales

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/700987ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/700987ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Institut québécois des hautes études internationales

ISSN

0014-2123 (print)

1703-7891 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Grjébine, A. (1979). Le pouvoir monétaire international : le statut international d'une monnaie est-il un instrument de puissance ou un facteur de fragilité? *Études internationales*, 10(4), 669–717. <https://doi.org/10.7202/700987ar>

Article abstract

The problem of replacing the dollar as the principal instrument of international fund transfers, both official and private, is becoming increasingly acute. In attempting to assess to what extent the potential « successors » to American currency - the Deutsche Mark, S.T.R., crown - can, claim to be able at least to support it if not to replace it, it would be appropriate to identify the conditions in which the « internationalization » of first, the Pound sterling, and secondly, the dollar, was accomplished. Such an analysis makes it possible to consider the advantages and disadvantages inherent upon the use of a national currency as an international currency both for the country issuing that currency as well as for the international community. Experience shows, in fact, that « international monetary power » is a two-edged sword which can, undoubtedly be used to promote the « imperialist » aspirations of a state but which can also be shown to be a potential fact or for weakening its economy and bringing about the eventual undermining of the latter.

This state of affairs explains the reservations of the German, Japanese and Swiss monetary authorities with respect to sharing with the United States the burden of the « international monetary power » that the latter had exercised for several decades. These reservations however will likely not be sufficient to prevent the progressive internationalization of a currency such as the Deutsche Mark ... unless extensive measures are taken quickly to ensure the international growth of exclusively international instruments such as S.T.R. and the crown.

## LE POUVOIR MONÉTAIRE INTERNATIONAL :

### LE STATUT INTERNATIONAL D'UNE MONNAIE EST-IL UN INSTRUMENT DE PUISSANCE OU UN FACTEUR DE FRAGILITÉ ?

André GRJÉBINE \*

#### ABSTRACT – *The International Monetary Power*

*The problem of replacing the dollar as the principal instrument of international fund transfers, both official and private, is becoming increasingly acute. In attempting to assess to what extent the potential « successors » to American currency – the Deutsche Mark, S.T.R., crown – can claim to be able at least to support it if not to replace it, it would be appropriate to identify the conditions in which the « internationalization » of first, the Pound sterling, and secondly, the dollar, was accomplished. Such an analysis makes it possible to consider the advantages and disadvantages inherent upon the use of a national currency as an international currency both for the country issuing that currency as well as for the international community. Experience shows, in fact, that « international monetary power » is a two-edged sword which can, undoubtedly be used to promote the « imperialist » aspirations of a state but which can also be shown to be a potential factor for weakening its economy and bringing about the eventual undermining of the latter.*

*This state of affairs explains the reservations of the German, Japanese and Swiss monetary authorities with respect to sharing with the United States the burden of the « international monetary power » that the latter had exercised for several decades. These reservations however will likely not be sufficient to prevent the progressive internationalization of a currency such as the Deutsche Mark ... unless extensive measures are taken quickly to ensure the international growth of exclusively international instruments such as S.T.R. and the crown.*

*« En l'année 193 de notre ère, lorsque le trône impérial fut déclaré vacant et que les plus compétents des candidats n'eurent pas fait acte de candidature par crainte des risques liés à cette charge prestigieuse, le titre de César échut à Julien, homme de médiocre envergure. Aujourd'hui, sur les marchés internationaux de capitaux, la communauté financière internationale commence à chercher un successeur, ou du moins, une solution de rechange au dollar... »*

(Brendan BROWN, *The Banker*, Londres, février 1978.)

Même si elle est parfois interrompue par des périodes de redressement temporaires, la dépréciation du dollar depuis plusieurs années pose de manière de plus en plus aiguë le problème du remplacement de la monnaie américaine comme

\* *Économiste au Centre d'études et de recherches internationales de la Fondation nationale des sciences politiques de Paris ; maître de conférences à l'Institut d'études politiques de Paris.*

principal instrument des paiements – officiels et privés – internationaux. Du reste, au cours des dernières années, trois monnaies nationales – le yen, le franc suisse et surtout le deutschemark – ont joué un rôle croissant dans les liquidités internationales.

Cependant, l'expansion du rôle international de ces monnaies paraît freinée par les autorités monétaires aussi bien en Allemagne fédérale qu'en Suisse et au Japon. En effet, celles-ci se montrent fort réticentes non seulement pour assumer la succession du dollar, mais même pour partager avec les États-Unis le « pouvoir monétaire international » que ceux-ci détiennent depuis plusieurs décennies. C'est que l'expérience montre qu'il s'agit là d'une arme à double tranchant qui peut certes servir à favoriser les aspirations « impérialistes » d'un pays, qui peut aussi se révéler comme un facteur de fragilité pour son économie et entraîner en fin de compte la décadence de celle-ci.

Par ailleurs, l'histoire du Gold Exchange Standard – c'est-à-dire de l'usage d'une monnaie nationale comme monnaie internationale – montre que ce système est rarement satisfaisant pour l'ensemble de la collectivité internationale, même s'il ne l'est pas non plus pour le pays qui en assure le leadership. C'est pourquoi, on peut se demander si plutôt que de rechercher quels pourraient être les nouveaux détenteurs de la puissance monétaire internationale, il ne conviendrait pas de « neutraliser » celle-ci. C'est bien ce qui a déjà été amorcé, sur le plan mondial avec la création du D.T.S. (Droit de Tirage Spécial), sur le plan européen avec celle de l'écu. Reste à savoir quelles sont les chances respectives des uns et des autres dans la course au pouvoir monétaire international qui s'engage ainsi entre les « monnaies » exclusivement communautaires que sont le D.T.S. et l'écu et des monnaies nationales comme le deutschemark.

Pour tenter de répondre à cette question, nous analyserons d'abord les deux principales expériences de primauté internationale d'une monnaie nationale que le monde a connues : en premier lieu, celle de la livre sterling ; ensuite, celle du dollar. Dans les deux cas, nous chercherons à mettre en évidence, d'une part, les conditions qui ont rendu possible la conquête du pouvoir monétaire international, d'autre part, le bilan – tant pour les pays détenteurs de ce pouvoir que pour l'ensemble de la communauté internationale – de ces deux expériences. Après quoi, nous appliquerons les observations ainsi faites aux cas des monnaies qui peuvent être aujourd'hui considérées comme des candidates (involontaires ?) à la succession du dollar, principalement au deutschemark. Enfin, nous examinerons les possibilités de « neutralisation » de cette puissance monétaire internationale.

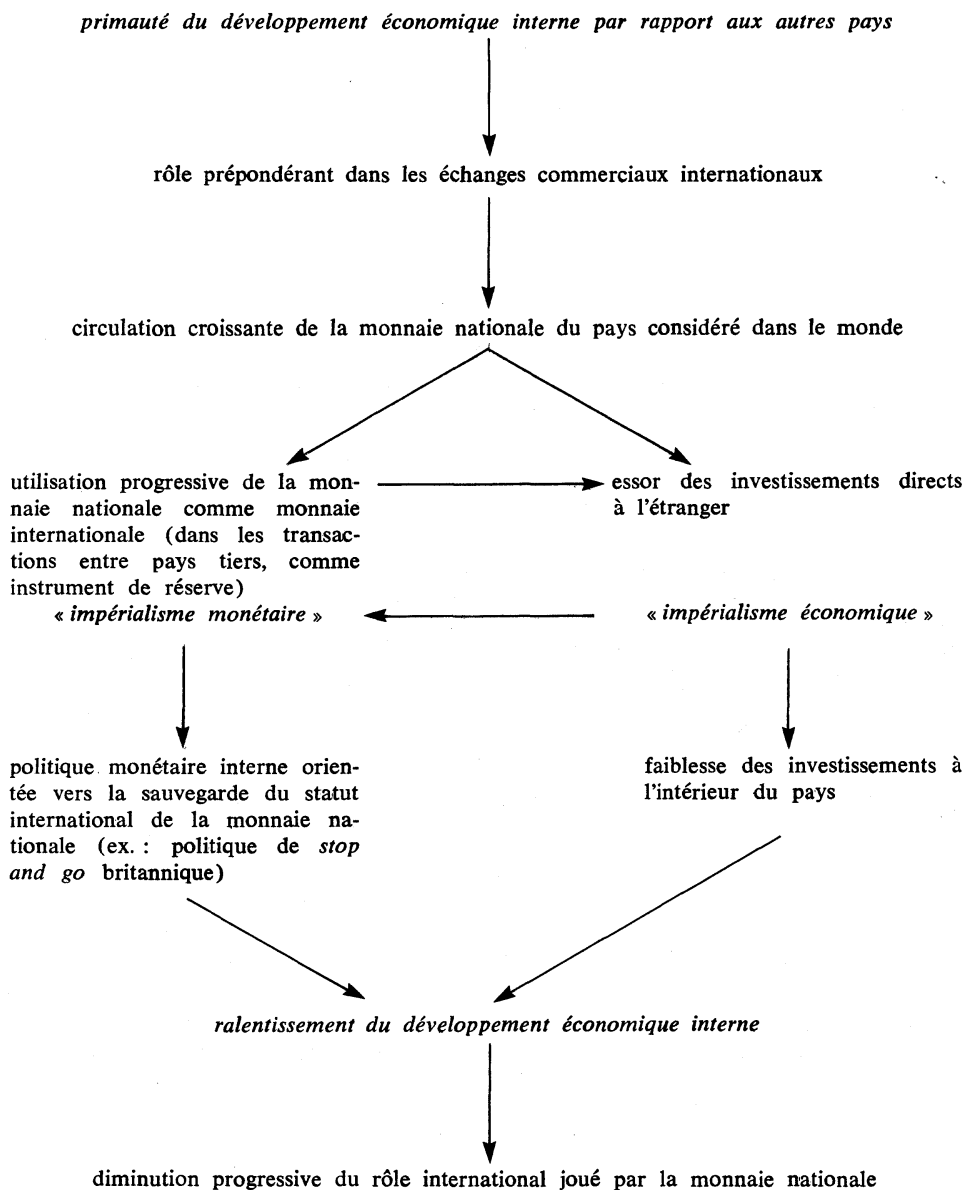
## I – UNE PUISSANCE MONÉTAIRE INTERNATIONALE RECHERCHÉE : LA LIVRE STERLING

L'histoire des interactions entre le développement de l'économie britannique et le rôle international de la livre sterling a été profondément et durablement marquée par la conjonction de deux éléments fondamentaux :

- l'antériorité de la Grande-Bretagne dans la « Révolution industrielle » et la suprématie de l'économie britannique pendant la plus grande partie du XIX<sup>e</sup>

## GRAPHIQUE 1

*Présentation schématique de l'évolution des interactions entre le développement économique interne et la puissance monétaire internationale*



siècle<sup>1</sup>. La Grande-Bretagne ne devait être définitivement distancée – d'abord par les États-Unis, puis par l'Allemagne – qu'au cours de la Première Guerre mondiale ;

- l'influence de la théorie monétaire classique, notamment des idées de David Ricardo, qui devait conduire la plupart des gouvernements britanniques qui se sont succédé du début du XIX<sup>e</sup> siècle jusqu'à ces dernières années à privilégier la défense de la livre sterling.

Si des dévaluations ont parfois été rendues inévitables en raison de la gravité des crises qu'a connues la Grande-Bretagne, cette volonté de préserver coûte que coûte la valeur de la livre sterling ne s'est que très rarement démentie et les autorités britanniques ne semblent avoir vraiment renoncé à la stabilité de leur monnaie qu'au début de la présente décennie.

Cet attachement à la stabilité de la livre sterling – qui apparaissait comme la condition même du maintien de son statut international – a été rendu de plus en plus difficile par la détérioration quasi constante de la puissance économique de la Grande-Bretagne, pratiquement depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

De ce fait, on peut distinguer dans l'évolution des interactions entre le développement de l'économie britannique et le rôle international de la livre sterling deux grandes périodes dont le partage pourrait être la Première Guerre mondiale.

#### A – De la Révolution industrielle à l'éclosion internationale de la livre sterling

L'avance industrielle explique la place prépondérante qu'occupe le Royaume-Uni dans le commerce international tout au long du XIX<sup>e</sup> siècle. L'essor du commerce extérieur entraîne celui du système bancaire. Dès 1830, les banques anglaises commencent à multiplier les succursales à l'étranger. Cette expansion va s'accélérer après 1852 quand il ne sera plus nécessaire d'obtenir une charte pour ouvrir une succursale hors du Royaume-Uni.

Dès lors, la livre sterling, qui était déjà la monnaie de loin la plus utilisée dans le monde dans la mesure où elle servait à financer les transactions de la principale puissance commerciale de l'époque, va jouer un rôle dominant non plus seulement dans les transactions bilatérales avec le Royaume-Uni, mais même dans les transactions entre non-résidents britanniques. De surcroît, les dettes des membres de l'Empire britannique vis-à-vis des pays extérieurs à celui-ci étant réglées par l'intermédiaire de Londres, il devient alors commode à ces derniers d'utiliser les créances en livres sterling qu'ils acquièrent de ce fait pour régler leurs comptes les uns avec les autres. Une part rapidement croissante du commerce international est financée par l'émission de traites en livres sterling sur Londres.

1. L'antériorité de la Grande-Bretagne dans la « Révolution industrielle » tend à être discutée aujourd'hui. Il n'en demeure pas moins que, même si les premiers pas ont été franchis ailleurs, c'est là que la Révolution industrielle est venue à maturation en premier lieu et avec le plus d'ampleur.

La City remplit ainsi les fonctions d'une véritable « chambre de compensation », d'une banque du monde entier, accordant des crédits aux uns, recevant les dépôts des autres.

La primauté de la place financière de Londres va conduire les principales banques étrangères à y ouvrir des succursales<sup>2</sup>. En même temps, le rôle financier de Londres aussi bien que le premier rang détenu par le Royaume-Uni dans les importations mondiales de produits alimentaires et de matières premières conduisent tout naturellement la capitale britannique à devenir le siège des grands marchés de matières premières, notamment du marché de l'or, comme des compagnies d'assurance et de navigation.

Enfin, favorisés par cet « impérialisme monétaire » et le favorisant simultanément, les investissements britanniques à l'étranger, déjà considérables pendant la première moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, prennent une importance exceptionnelle dans la seconde moitié : les transferts nets de capitaux britanniques à l'étranger dépassent même entre 1886 et 1890 et de nouveau entre 1907 et 1914 les investissements au Royaume-Uni et vont représenter jusqu'à 9% du P.N.B. britannique pendant la période 1906-1913. En 1913, 82% des émissions nouvelles sur le marché financier de Londres étaient destinées au financement d'investissements étrangers. Pour situer l'ampleur de ces flux de capitaux, on peut remarquer que le solde net des transferts de capitaux privés à long terme des États-Unis a parfois avoisiné mais jamais dépassé 1% du P.N.B.<sup>3</sup>.

Reste à s'interroger sur les avantages obtenus et les contraintes subies du fait du statut international de la livre sterling. En somme, il s'agit maintenant de se demander quel a été le prix de l'« impérialisme monétaire ».

Dans cette optique, il convient tout d'abord de souligner une nouvelle fois qu'il est généralement très difficile, sinon impossible, de distinguer dans la politique monétaire suivie pendant cette période ce qui doit être attribué à l'influence de la théorie monétaire classique et ce qui ressort des contraintes inhérentes au rôle international de la livre sterling. On peut cependant observer que ce dernier s'explique non seulement par la place exceptionnelle occupée par le Royaume-Uni dans l'économie mondiale au XIX<sup>e</sup> siècle, mais aussi par son attachement à la convertibilité en or de la livre sterling à un prix stable : la parité de la monnaie britannique n'a pas varié entre 1817 et la Première Guerre mondiale... et Churchill devait rétablir la convertibilité en or de la livre sterling à cette parité en 1925 !

2. Pour une étude plus détaillée de l'éclosion internationale de la livre sterling, on peut se référer notamment à Michel LELART, « De l'étalon-or aux balances sterling », *Banque*, novembre et décembre 1977 ; Pierre VILAR, *op. cit.* ; David WILLIAMS, « The Evolution on the Sterling System », dans C. R. WITTLESEY et J. S. G. WILSON, *Essays in Money and Banking*, Oxford, 1968.

3. Pour une analyse de l'impact sur la croissance économique britannique des exportations, d'une part, des investissements à l'étranger, d'autre part, on peut notamment se reporter à l'ouvrage de Paul BAIROCH, ainsi qu'à ceux de Eric J. HOBBSAWM, *Histoire économique et sociale de la Grande-Bretagne* (tome 2 : De la Révolution industrielle à nos jours), Éd. du Seuil, 1977 et de François CROUZET, *L'économie de la Grande-Bretagne victorienne*, S.E.D.E.S., Paris 1978.

Dès lors, l'influence de la théorie monétaire classique et le statut international de la livre sterling répondent l'une à l'autre, et se renforçant mutuellement, il paraît quelque peu vain de chercher à séparer la responsabilité de l'une et de l'autre et c'est bien cette « responsabilité collective » qu'il convient de mesurer.

S'inspirant de Ricardo, le Parlement vote en 1844 le *Bank Charter Act*, communément appelé le *Peel's Act*. Celui-ci prévoit une limite absolue à l'émission fiduciaire non couverte par le métal – limite qui fut initialement fixée à 14 millions de livres sterling – et une couverture de 100% pour toute émission supplémentaire. Le découvert de la Banque d'Angleterre fut plusieurs fois relevé et le *Peel's Act* suspendu. Néanmoins, la convertibilité en or de la livre sterling fut durablement défendue, parfois au prix de la déflation et du chômage. En fait, le « carcan » qui fut ainsi imposé à la politique monétaire britannique mit pour ainsi dire celle-ci au service exclusif de la convertibilité-or de la livre sterling. Chaque fois qu'elle pouvait être menacée par des sorties d'or, la Banque d'Angleterre augmentait son taux d'escompte.

Si on compare cette politique monétaire menée par les autorités britanniques à celle des autres puissances européennes, en particulier de la France, on constate :

– des modifications beaucoup plus fréquentes du taux d'escompte. Ainsi, au cours de la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle, on a compté près de 400 modifications du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre et environ une centaine « seulement » de modifications du taux d'escompte en France ou en Allemagne. Rien qu'entre 1860 et 1865, le taux d'escompte britannique a été modifié 70 fois, fluctuant entre des marges extrêmes de 2% et 9% ;

– de plus, alors que les autres puissances européennes ont souvent suivi des politiques monétaires visant à *contrecarrer* le caractère déflationniste des sorties d'or, la Banque d'Angleterre semble avoir eu une politique beaucoup plus conforme aux « règles du jeu » de l'étalon-or. Comparant les variations annuelles (chiffres en fin d'année) des avoirs extérieurs (or, éventuellement argent, devises) et des crédits intérieurs (escomptes, avances et obligations) des dix banques centrales européennes pour lesquelles des statistiques suffisantes sont disponibles, Arthur I. Bloomfield remarque que

pour chacune des banques, les variations annuelles des deux catégories d'avoirs ont été plus souvent en sens opposé que dans le même sens ; le fait est particulièrement frappant dans le cas de pays tels que la Russie, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas.

Il en conclut que

les résultats de notre analyse autorisent à mettre en doute l'opinion que les banques centrales s'efforçaient de renforcer l'incidence des mouvements d'or, dans le système antérieur à 1914<sup>4</sup>.

4. Arthur I. BLOOMFIELD, « La politique monétaire dans le régime de l'étalon-or international 1880-1914 », *Bulletin d'information et de documentation de la Banque Nationale de Belgique*, janvier 1959.

La politique suivie par le Royaume-Uni explique que la livre sterling ait pu jouer un rôle international prépondérant avec des « balances sterling » relativement limitées. De ce point de vue, on peut donc dire que, durant cette première période, le Royaume-Uni s'est plié aux obligations inhérentes à la gestion d'une monnaie internationale sans tirer pleinement profit du principal avantage de celle-ci : la possibilité d'un déficit extérieur important et durable.

#### B – Les étapes de la décadence : des difficultés économiques internes à l'érosion progressive du statut international de la livre sterling

Vers 1880, le Royaume-Uni est devancé comme première puissance économique du monde par les États-Unis. À la veille de la Première Guerre, il l'est également par l'Allemagne. La concurrence internationale est de plus en plus vive. La Première Guerre mondiale porte un coup décisif à la suprématie britannique. Les soixante années qui vont de la fin de la guerre à nos jours apparaissent – rétrospectivement – comme une lutte longue et désespérée pour préserver le rôle international de la monnaie britannique, fût-ce parfois au prix du développement économique interne. Mais les difficultés économiques provoquées en partie par cette politique vont lentement saper la place internationale de la livre sterling.

Quatre étapes successives peuvent être distinguées dans cette décadence de la monnaie britannique :

##### 1 – L'ULTIME TENTATIVE POUR PRÉSERVER LE STATUT MONDIAL DE LA LIVRE STERLING (DE L'APRÈS-GUERRE À SEPTEMBRE 1931)

Pendant les années de guerre, les engagements liquides de la Grande-Bretagne ont pratiquement doublé, dépassant sans doute 500 millions de livres sterling en 1918<sup>5</sup>. Les courants d'échange ont été partiellement détournés. Le chômage, après avoir atteint 23% des travailleurs assurés en mai 1921, s'abaisse ensuite jusqu'à 10,5% à la fin de 1923 et demeure à ce niveau élevé au cours des années suivantes. Enfin, la Grande-Bretagne a connu durant l'après-guerre une flambée des prix : entre mars 1919 et mai 1920, les prix de gros augmentent de 62%<sup>6</sup>.

Malgré cela, les gouvernements britanniques vont prétendre rétablir la convertibilité-or de la livre sterling à sa parité d'avant la guerre.

Le 13 mai 1925, le *Gold Standard Act*, présenté par le Chancelier de l'Échiquier, Winston Churchill, rétablit la convertibilité de la livre en or avec des restrictions pour les résidents britanniques mais non pour les non-résidents. La parité choisie est celle... de 1817 : 3 livres 17 s. 10½ p. Stigmatisant cette décision, J. M. Keynes publie *Les conséquences économiques de Mr. Churchill* et annonce les suites inéluctables de cette surévaluation de la livre sterling : une baisse des exportations et un chômage croissant. De fait, entre 1925 et 1929, les prix britanniques baissent de 10%... mais, alors que le monde entier connaît une

5. Michel LELART, articles cités.

6. Roger DEHEM, *De l'étalon-sterling à l'étalon-dollar*, Éd. Calmann-Lévy, Paris, 1972.



période de forte expansion, le Royaume-Uni compte près de 10% de chômeurs. En même temps, l'accumulation de livres sterling par les banques centrales européennes renforce temporairement cette monnaie mais la rend plus vulnérable à terme. Finalement, la Grande-Bretagne va aborder la crise de 1929 dans un état de grande fragilité et, dès la première année de crise, ses exportations vont diminuer d'un tiers et le nombre de chômeurs doubler, atteignant 3 millions d'individus. Le 21 septembre 1931, le *Gold Standard (Amendment) Act* suspend la convertibilité en or de la livre sterling. Le taux de change devenu flottant baisse de 30% en trois mois...

## 2 - LE REPLI SUR LA « ZONE STERLING »

La décision du 21 septembre 1931 permet enfin au Gouvernement britannique d'entreprendre une politique économique qui ne soit pas axée exclusivement sur la défense de la monnaie. Durant les six premiers mois de 1932, le taux d'escompte est réduit de 6 à 2%.

En même temps, le *Gold Standard (Amendment) Act* crée de fait la « zone sterling » qui réunit tous les pays qui vont continuer à déterminer leur taux de change par rapport à la monnaie britannique. Parmi ces pays, on trouve les pays du Commonwealth, mais aussi, par exemple, les pays scandinaves... et la France qui va se rallier au bloc sterling en mai 1938. En 1932, le noyau central de la zone sterling sera renforcé par des accords réciproques de désarmement douanier signés entre le Royaume-Uni et les pays du Commonwealth - la « préférence impériale » - à la Conférence d'Ottawa.

En 1939, alors que la guerre impose partout des contrôles des changes, le Royaume-Uni va maintenir au sein de la zone sterling ramenée aux dimensions du Commonwealth la liberté des paiements et des mouvements de capitaux.

## 3 - LA POLITIQUE DU « STOP AND GO »

Pendant toute la guerre, la Grande-Bretagne accumule des dettes aussi bien vis-à-vis des États-Unis que des pays du Commonwealth. À la fin de la guerre, les dettes vis-à-vis des premiers s'élèveront à 24,6 milliards de dollars... sur lesquels le Royaume-Uni n'en remboursera que 650 millions<sup>7</sup>. Le Royaume-Uni va traîner ce fardeau pratiquement jusqu'à ces dernières années.

En décembre 1945, les États-Unis consentent au Royaume-Uni un prêt de 3,75 milliards de dollars remboursable en cinquante ans à partir de 1951 et à un taux de 2% seulement. Mais, pour éviter que le Royaume-Uni ne se réserve pratiquement les débouchés offerts par les pays du Commonwealth qui auraient été contraints d'acheter au Royaume-Uni pour pouvoir utiliser leurs créances, les États-Unis exigent le retour à la convertibilité de la livre sterling dans les dix-huit mois.

7. *Rapport de la Banque des règlements internationaux, 1947.*

Le 15 juillet 1947, le Gouvernement travailliste annonce le retour à la convertibilité externe de la livre sterling pour les transactions courantes. Aussitôt, les détenteurs de livres se précipitent pour obtenir à la place des dollars. En un mois, la Banque d'Angleterre perd près d'un milliard de dollars et, le 12 août 1947, elle doit suspendre la convertibilité de sa monnaie. Les pays de la zone sterling pouvaient néanmoins l'utiliser pour effectuer des règlements entre eux : la livre sterling était non plus convertible mais « transférable ». En septembre 1949, elle devait être dévaluée de 30,5%, suivie par de nombreuses monnaies européennes et de la zone sterling.

Jusqu'en 1967, la politique économique britannique va être confrontée de manière quasi permanente à ce choix : favoriser le développement économique en dévaluant la livre sterling quitte, ce faisant, à spolier quelque peu les créanciers du Royaume-Uni et sans doute à renoncer définitivement au rôle international – et même régional – de la livre sterling ou sacrifier la croissance économique pour tenter de préserver ce rôle international. Tous les gouvernements qui vont se succéder de 1949 à 1967 choisiront toujours la seconde option. Chaque relance économique entraînera un déficit extérieur et une spéculation contre la livre et, chaque fois, une politique déflationniste sera mise en œuvre. Ce sera le « *stop and go* » qui explique, dans une large mesure, la faible croissance du Royaume-Uni au cours des dernières décennies. Il est intéressant de noter que si, durant les années soixante, le FMI et le « Groupe des Dix » ont multiplié les mesures de soutien à la livre sterling, ils n'ont jamais jugé utile de lier ce soutien à une dévaluation de la monnaie britannique. La spéculation de plus en plus vive rendra cependant celle-ci inévitable. Le 18 novembre 1967, le gouvernement Wilson procède enfin à une dévaluation de la livre sterling de 14,3%. Depuis lors, le problème ne sera plus de maintenir, coûte que coûte, le rôle international de la livre sterling, mais d'organiser progressivement la suppression des balances sterling.

#### 4 – LA LIQUIDATION

Pour venir en aide au Royaume-Uni, le 9 septembre 1968, douze pays industrialisés (sans la France) lui accordent un prêt de 2 milliards de dollars remboursables en dix ans et représentant environ 40% des balances sterling. Ce sont les Accords de Bâle conclus sous l'égide de la B.R.I.

Grâce à ce prêt, la Grande-Bretagne peut rembourser une partie de ses dettes. Néanmoins, les détenteurs de livres sterling sont encouragés à les garder moyennant une « garantie de change » contre dollars pouvant aller jusqu'à 90% de leurs avoirs.

Ces mesures devaient entraîner un regain d'intérêt pour la livre sterling et – de septembre 1968 à décembre 1974 – les balances sterling passaient de 1,88 milliard de livres à 4,634 milliards de livres.

Par ailleurs, la crise pétrolière devait également favoriser l'accroissement des balances sterling dans la mesure où une partie des capitaux détenus par les pays

pétroliers a été initialement placée à Londres. Cependant, le non-renouvellement des Accords de Bâle à la fin de 1974, en même temps que les difficultés économiques croissantes que connaissait le Royaume-Uni et la baisse pratiquement continue de la livre sterling qui s'en suivait sur les marchés des changes devaient entraîner un déclin des balances sterling « officielles ». De décembre 1974 à septembre 1976, celles-ci passaient de 4,6 milliards à 2,7 milliards de livres sterling. Cette diminution s'expliquait essentiellement par les retraits effectués par les pays de l'OPEP dont les avoirs « officiels » en sterling atteignaient encore 1,5 milliard de livres à la fin de cette période. En revanche, les balances privées (détenues par des sociétés ou des particuliers qui ne résident pas dans le Royaume-Uni) ont fait preuve, au cours de la période considérée, d'une grande stabilité, avec même une légère tendance à l'accroissement. On peut expliquer cet état de fait, d'une part, par le niveau très élevé du loyer de l'argent à Londres qui contrebalançait la dépréciation de la monnaie britannique, d'autre part, par le transfert d'une partie des balances sterling des détenteurs publics vers des détenteurs privés. Fin 1976, les balances privées s'élevaient encore à 3,4 milliards de livres sterling. À cette époque, le total des dettes à court et moyen terme du Royaume-Uni atteignait donc environ 10 milliards de dollars au titre des balances sterling, auxquels il fallait ajouter quelque 15 milliards de dollars d'endettement public ou privé en devises étrangères.

Pour atténuer la menace suspendue sur le Royaume-Uni en raison de cet endettement à court et moyen terme, de nouveaux accords ont été conclus le 10 janvier 1977 à Bâle entre la Banque d'Angleterre et huit autres pays – parmi lesquels ne figure pas la France. Cet accord ouvre aux autorités britanniques un crédit de 3 milliards de dollars. Mais, surtout, il prévoit une procédure de « consolidation » des balances sterling « officielles », c'est-à-dire une transformation de créances à court terme en obligations sur le Trésor britannique à plus long terme. Enfin, la Grande-Bretagne s'engage à « parvenir à une réduction ordonnée du rôle du sterling comme monnaie de réserve ».

En réalité, quelles que soient les difficultés inhérentes à la liquidation progressive des balances sterling, la Grande-Bretagne semble s'être enfin débarrassée – au début de cette décennie – du carcan qui emprisonnait sa politique économique depuis plus d'un siècle. La dépréciation du taux de change effectif de la livre sterling de près de 40% entre le 1<sup>er</sup> trimestre 1970 et le début de l'année 1977 en témoigne clairement. Reste à savoir si l'économie britannique n'a pas été trop durablement sacrifiée à sa monnaie pour pouvoir encore se relever...

## II – UNE PUISSANCE MONÉTAIRE INTERNATIONALE ACCEPTÉE : LE RÈGNE DU DOLLAR

Lors des négociations qui devaient aboutir aux Accords de Bretton Woods, J. M. Keynes avait suggéré la création d'une monnaie exclusivement internationale – le bancor – qui aurait été émise non par un pays particulier mais par l'ensemble de la communauté internationale. Cette proposition révolutionnaire ne fut pas

adoptée et les Accords signés en 1944 ont simplement instauré un fonds de réserve chargé de vendre ou de prêter les devises reçues des États-membres. Dès lors, il était inévitable que la monnaie de la principale puissance économique et commerciale du moment prenne une place dominante dans le nouveau système monétaire international.

Le Royaume-Uni sort très sérieusement diminué de la guerre. Au contraire, les États-Unis apparaissent comme une puissance économique en pleine expansion, la seule qui n'ait pas été profondément amoindrie par la guerre. Leur économie est la principale source d'approvisionnement du monde en biens d'équipement et même, dans une certaine mesure, en produits alimentaires. De plus, ils détiennent les deux tiers des réserves monétaires d'or du monde. Cette situation prédispose évidemment le dollar à remplacer progressivement la livre sterling comme principal instrument des échanges internationaux, d'abord parallèlement à l'or, puis en détrônant celui-ci.

L'ascension de la monnaie américaine s'est faite en trois étapes qui se sont chevauchées, chacune d'elles ouvrant la voie à la suivante :

– Dès les Accords de Bretton Woods, le dollar apparaît en fait, sinon en droit, comme l'*étalon du système monétaire international*. L'article IV des statuts du FMI adoptés en 1944 déclare :

le pair de chaque État-membre sera exprimé en or, pris comme commun dénominateur, ou en dollars des États-Unis d'Amérique du poids et du titre en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 1944.

Certes, il ne s'agit en principe que d'une simple commodité, la définition des monnaies ne devant pas suivre d'éventuelles variations du dollar, mais se référer exclusivement à la valeur en or de celui-ci lors de la mise en œuvre du nouveau système. Il n'en demeure pas moins que cette formulation a un impact psychologique certain qui contribue à répandre l'usage du dollar comme unité de compte internationale. De surcroît, en décembre 1946, le Gouvernement américain donne un « coup de pouce » supplémentaire en faveur de l'extension du rôle international du dollar en décrétant sa convertibilité en or alors que les Accords de Bretton Woods n'exigeaient qu'une convertibilité des monnaies les unes dans les autres. Ce rôle d'étalon du système monétaire international que tend à jouer le dollar prépare son infiltration dans les réserves des banques centrales. Celle-ci va se faire d'autant plus facilement que les parités des monnaies seront défendues quasi exclusivement par des interventions vis-à-vis du dollar, ce qui va obliger les pays connaissant un excédent de leur balance des paiements à des achats massifs de dollars.

– Progressivement, le dollar devient le *principal instrument de réserve des banques centrales*. Au cours des premières années de l'après-guerre, la balance des paiements américaine est excédentaire et, de ce fait, l'approvisionnement du monde en dollars est limité. La monnaie américaine est très recherchée – on parle d'une pénurie de dollars, d'un « *dollar gap* » – mais n'occupe encore qu'une place relativement modeste dans les liquidités internationales. Par exemple, en 1948,

les banques centrales ne détiennent que 6,2% de leurs réserves en dollars et 23% en livres sterling. En 1950, la balance des paiements américaine (en termes de liquidités) devient déficitaire et va le demeurer – à l'exception de l'année 1957 – jusqu'à nos jours. Cependant, au cours des années cinquante, le dollar reste une monnaie d'autant plus recherchée que le déficit américain ne s'explique pas alors par une diminution de la compétitivité de l'économie américaine, mais essentiellement par l'aide consentie aux pays européens (Plan Marshall), par les investissements directs à l'étranger des États-Unis, enfin par des dépenses militaires. Dès lors, les banques centrales vont accepter sans rechigner d'accumuler des dollars dans leurs réserves. Ainsi, le dollar s'implante progressivement – et d'abord de manière indolore, sinon invisible – dans les relations monétaires internationales. À partir de 1955, la monnaie américaine supplante la livre sterling dans les liquidités internationales. Au fur et à mesure que la balance des paiements américaine se détériore davantage, la place du dollar dans les réserves internationales augmente de plus en plus rapidement. En 1971, le dollar dépasse l'or dans les liquidités internationales et sa primauté va s'accroître d'autant plus que le prix officiel de l'or tombe en désuétude, avant d'être juridiquement proscrit par le deuxième amendement aux statuts du FMI décidé en janvier 1976 et entré en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 1978. En 1977, l'ensemble des avoirs en dollars détenus par les banques centrales (avoirs en euro-dollars + créances officielles sur les États-Unis) atteint 161,8 milliards de D.T.S., soit 61,5% des liquidités internationales.

– Enfin, au cours des années soixante et surtout soixante-dix, on a assisté à un développement extrêmement rapide d'un marché international des capitaux dont le dollar représente la plus grande part (75% en juin 1978). De décembre 1970 à juin 1978, le marché des euro-dollars est passé, selon les estimations (nettes) de la Morgan Guaranty, de quelque 52 milliards de dollars à 310 milliards de dollars. On peut comparer cette dernière estimation à celle de la masse monétaire américaine au sens large (M4) et à la masse monétaire (monnaie + quasi-monnaie) d'un pays européen comme la France qui s'élevaient respectivement à cette même date à 927 milliards de dollars et à environ 235 milliards de dollars.

Ainsi, la suprématie du dollar s'étend aujourd'hui non seulement sur les liquidités officielles internationales, mais aussi et surtout sur les marchés de capitaux qui tendent à fusionner en un marché international unique sous l'égide de la monnaie américaine.

Aussi longtemps que la livre sterling a joué un rôle international majeur, les gouvernements britanniques successifs ont, le plus souvent, géré leur monnaie en privilégiant cet aspect international. Ce faisant, ils ont, dans une large mesure, sacrifié le développement économique interne du Royaume-Uni. Au contraire, les États-Unis ont toujours cherché à tirer le maximum d'avantages de la primauté internationale de leur monnaie, tout en menant généralement la politique économique la plus conforme aux impératifs internes de leur développement, sans se préoccuper outre mesure des résultats de cette politique sur les relations monétaires internationales. Mises à part quelques mesures prises dans les années soixante

pour limiter les sorties de capitaux – notamment l'« *Interest Equalization Tax* » visant à renchérir les émissions de titres étrangers sur le marché américain, décidée en juillet 1963, et surtout les restrictions imposées aux investissements américains à l'étranger par le président Johnson en février 1965 – l'attitude américaine vis-à-vis de la valeur extérieure du dollar a toujours été celle du « *benign neglect* » d'une bienveillante indifférence<sup>8</sup> (tableau 1).

TABLEAU 1

*Balance des paiements des États-Unis depuis 1946*  
(en millions de dollars)

	Balance commerciale	Balance des biens et services	Balance des opérations courantes	Balance des liquidités nettes	Balance des règlements officiels	Réserves officielles nettes
1946	6,697	7,807	4,885			20,706
1947	10,124	11,617	8,992			24,021
1948	5,708	6,518	1,993	826		25,758
1949	5,339	6,218	580	140		26,024
1950	1,122	1,892	— 2,125	— 3,301		24,265
1951	3,067	3,817	302	— 167		24,299
1952	2,611	2,356	— 175	— 1,197		24,714
1953	1,437	532	— 1,949	— 2,154		23,458
1954	2,576	1,956	— 321	— 1,437		22,978
1955	2,897	2,153	— 345	— 1,300		22,797
1956	4,753	4,145	1,722	— 947		23,666
1957	6,271	5,901	3,556	629		24,832
1958	3,462	2,356	— 5	— 3,288		22,540
1959	1,148	310	— 2,138	— 3,672		21,504
1960	4,892	5,132	2,824	— 3,677	— 3,403	19,359
1961	5,571	6,345	3,821	— 2,252	— 1,347	18,753
1962	4,521	6,026	3,388	— 2,864	— 2,651	17,220
1963	5,224	7,168	4,414	— 2,713	— 1,935	16,843
1964	6,801	9,603	6,822	— 2,696	— 1,534	16,672
1965	4,951	8,289	5,435	— 2,478	— 1,289	15,450
1966	3,817	5,966	3,034	— 2,151	219	14,882
1967	3,800	5,712	2,587	— 4,683	— 3,419	14,830
1968	635	3,573	621	— 1,611	1,641	15,710
1969	607	3,401	406	— 6,081	2,739	16,964
1970	2,603	5,654	2,360	— 3,851	— 9,839	14,487
1971	— 2,260	2,294	— 1,407	— 21,965	— 29,753	12,167
1972	— 6,416	— 2,125	— 5,979	— 13,856	— 10,354	13,151
1973	911	10,766	6,885	— 7,606	— 5,354	14,378
1974	— 5,343	8,905	1,719	— 15,655	— 8,823	15,883
1975	9,047	23,060	18,445	— 4,652	— 4,652	16,490
1976	— 9,353	9,361	4,339	— 10,550	— 10,550	19,020
1977	— 31,059	— 10,514	— 15,221	— 35,249	— 35,249	19,251

Source : Survey of current business.

8. Cf., notamment à ce sujet : Roger AUBOUIN, « Les vraies questions monétaires à l'épreuve des faits », *Hachette littérature*, 1973, pp. 300-316 ; Michel LELART, « Le système de Bretton Woods et la pratique monétaire internationale », *Revue de Science Financière*, janvier-mars 1977.

En fait, loin de leur imposer des contraintes supplémentaires, le statut international de leur monnaie a permis aux États-Unis d'abandonner pratiquement toute la charge du soutien du dollar... aux autres pays industrialisés. Les responsables américains ont toujours justifié une telle attitude en expliquant que les autres monnaies n'étant convertibles qu'en dollars alors que la monnaie américaine était convertible en or, il était normal que les États-Unis n'aient à défendre que la valeur du dollar en or, laissant le soin aux autres pays de défendre le cours de leur monnaie par rapport au dollar. Malheureusement, ce raisonnement ne s'est révélé correct qu'aussi longtemps que les États-Unis n'ont pas eu à appliquer la convertibilité en or du dollar à une grande échelle. En réalité, dès 1963-1964, les créances en dollars détenues par le reste du monde ont dépassé le stock d'or des États-Unis et le dollar n'était donc plus *réellement* convertible en or. Pour limiter leurs pertes d'or, et faire face à la spéculation contre le dollar, les États-Unis ont largement fait appel à l'assistance des autres grands pays industrialisés<sup>9</sup>. En même temps, ils ont multiplié les pressions politiques pour décourager les banques centrales de ces pays à demander la conversion en or de leurs avoirs en dollars. Mais ces mesures s'avérant insuffisantes, la création en mars 1968 du « double marché de l'or » a limité la convertibilité en or du dollar au cours fixe de 35 dollars l'once aux seules banques centrales, les particuliers ne pouvant plus acheter ou vendre de l'or qu'au marché libre. Enfin, la convertibilité en or du dollar a été définitivement supprimée par le président Nixon le 15 août 1971.

Aussi importantes qu'aient été les considérations – ou les pressions – politiques, elles ne suffisent pas, à elles seules, pour expliquer que les banques centrales des pays européens et du Japon aient accumulé des quantités croissantes de dollars alors même que la stabilité de la monnaie américaine paraissait de plus en plus problématique. En fait, en accumulant des dollars dans les années cinquante, alors que celui-ci était encore une monnaie très recherchée, en prenant ensuite l'habitude de défendre leur monnaie en n'intervenant qu'en dollars, les banques centrales se sont engagées dans un engrenage qui s'apparente à un véritable cercle vicieux : plus le déficit extérieur des États-Unis est important, plus la masse de dollars circulant dans le monde augmente, plus chaque banque centrale doit acheter de dollars pour maintenir la stabilité de sa monnaie, ce qui rend d'autant plus aisée l'« insouciance » des États-Unis à l'égard du déficit de leur balance des paiements. En fait, lors de chaque crise monétaire, à l'occasion de chaque spéculation contre le dollar, les principales banques centrales en dehors des États-Unis – en premier lieu celles des pays excédentaires – ont été placées devant l'alternative suivante : soit elles refusaient de se prêter au jeu de la spéculation et n'achetaient pas de dollars contre leur monnaie, mais alors – compte tenu de la masse énorme de dollars en circulation –, celle-ci risquait de s'apprécier au point de porter sérieusement atteinte à la capacité exportatrice des pays considérés ; soit, bon gré mal gré, elles accumulaient des dollars. Aussi longtemps qu'a fonctionné le système des changes fixes, le deuxième terme de l'alternative

9. Cf. à ce sujet, notre ouvrage sur *La réforme du système monétaire international*, P.U.F., 1973, pp. 22-33.

était quasiment obligatoire. Depuis l'instauration du flottement des monnaies en mars 1973, le choix est plus libre... mais non pas plus facile.

Certains économistes ont justifié cette « indifférence bienveillante » des États-Unis à l'égard du déficit de leur balance des paiements en mettant en avant les avantages qu'en aurait retirés l'économie mondiale. D'une part, en effet, l'accroissement du stock d'or monétaire ne fournissant qu'un faible apport à la croissance des liquidités officielles internationales, celle-ci ne pouvait être alimentée que grâce au déficit américain. Or la croissance des liquidités officielles internationales qui en est résultée ne paraît pas excessive. On constate, au contraire, que le rapport des réserves globales aux importations globales a considérablement diminué entre 1954 et 1974. Depuis le début des années soixante-dix, les déséquilibres très importants des balances de paiements ont encore accru les besoins en liquidités internationales. Malgré la création d'une monnaie spécifiquement internationale – le D.T.S. – qui joue un rôle relativement peu important dans les réserves des banques centrales, ces besoins en liquidités internationales ont été essentiellement satisfaits grâce à l'augmentation très rapide des créances en dollars.

D'autre part, remarquant que, jusqu'en 1970 inclus, la balance commerciale américaine est demeurée excédentaire, plusieurs économistes ont suggéré que le déficit américain devait être essentiellement attribué au « service » que les États-Unis rendaient au reste du monde en transformant des capitaux à court terme empruntés à l'étranger en investissements (à long terme) réalisés hors des États-Unis<sup>10</sup>. Le déficit américain s'expliquerait alors par la construction de la balance des paiements américains jusqu'à la réforme de sa présentation en 1976, les créances à long terme étant comptabilisées au-dessus de la « ligne » et les engagements à court terme en-dessous<sup>11</sup>. Le rôle majeur joué par les États-Unis dans le « recyclage » des capitaux pétroliers paraît confirmer cette thèse.

Face à ces arguments justifiant l'« insouciance » américaine, il convient d'abord de rappeler les avantages considérables retirés par les États-Unis de ce système :

– *en termes de propriété* : en 1974, près de la moitié (47,14%) des créances extérieures américaines étaient assorties d'un droit de propriété. Il s'agissait essentiellement d'investissements directs réalisés à l'étranger. Au contraire, à la même date, 11,16% seulement des dettes américaines envers l'extérieur donnaient un droit de propriété à leurs détenteurs étrangers. Ces dettes résultaient, en effet,

10. On trouve notamment cette thèse dans E. DESPRÉS, C. P. KINDLEBERGER et W. S. SALANT, « The Dollar and World Liquidity: A Minority View », *The Economist*, Londres, 5 février 1966 ; W. S. SALANT, « Capital Markets and the Balance of Payments of a Financial Center », dans W. FELLNER *et al.*, *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, Princeton 1966, pp. 171-196 ; S. C. KOLM, « La monétisation américaine du capital français », *Revue Économique*, novembre 1967, pp. 1038-1057 ; Alexandre LAMFALUSSY, *Les marchés financiers en Europe*, Paris 1968, pp. 175-177.

11. Depuis les recommandations formulées en 1976 par le Comité Bernstein, la balance des paiements américains est présentée sous la forme d'un ensemble de transactions équilibrées, sans la « ligne » traditionnelle.



le plus souvent, non d'investissements directs, mais d'achats de titres américains, notamment de titres émis par le Trésor américain ;

– *en termes de revenus* : les revenus d'investissements perçus par les États-Unis sont très supérieurs aux revenus qu'ils versent à l'étranger. En 1974, la différence entre ces deux postes s'est élevée à 18,6 milliards de dollars en faveur des États-Unis. Par ailleurs, en cumulant les revenus des investissements américains à l'étranger entre 1946 et 1975, Michel Lelart parvient à un montant de 125,6 milliards de dollars auxquels il faut ajouter quelque 50,1 milliards de dollars de revenus non rapatriés<sup>12</sup>.

Mais, plus encore que les avantages retirés par les États-Unis de cette suprématie du dollar, c'est l'extraordinaire expansion du marché des euro-devises rendue possible par ce système monétaire international fondé sur la monnaie américaine qui fait problème aujourd'hui, non seulement pour les pays européens et le Japon, mais également pour les États-Unis.

### III – VERS UN SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL MULTIPOLAIRE

En 1960, les exportations allemandes représentaient un peu plus de la moitié (56%) et celles du Japon 20% des exportations américaines. En 1978, l'importance des exportations allemandes est pratiquement identique à celle des exportations américaines et les exportations japonaises s'élèvent à 68% de ces dernières (tableau 2).

Par ailleurs, la dépréciation du dollar vis-à-vis des monnaies « fortes » se poursuit maintenant depuis près de huit ans, seulement interrompue parfois par des périodes de redressement temporaire (graphique 2). Avant la réévaluation de la monnaie allemande en octobre 1969, le dollar valait 4 deutschemarks. Le 11 avril 1979, il n'en valait plus que 1,89 DM, après être tombé jusqu'à 1,72 DM en octobre 1978. Rien qu'entre la fin de septembre 1977 et le 22 novembre 1978, le yen s'est apprécié par rapport à la monnaie américaine de 37½ %, le franc suisse de 36¾ %, le deutschemark de 20¾ %, le florin de 18½ % et le franc belge de 18¼ %. Les difficultés persistantes de la balance commerciale américaine et, au contraire, les excédents enregistrés depuis plusieurs années par la R.F.A. et le Japon donnent à penser que cette évolution devrait se poursuivre au cours des prochaines années.

La conjonction de ces deux éléments tend à remettre en question la suprématie internationale du dollar et paraît devoir conduire, à la longue, vers une multipolarisation du système monétaire international. Cette évolution serait conforme à l'état d'un monde au sein duquel la prépondérance de l'économie américaine, tout en restant très réelle – le P.I.B. des États-Unis représente encore en 1978, 39,74% du P.I.B. cumulé de l'ensemble des pays de l'O.C.D.E. contre 13,04% pour le Japon et 10% pour la R.F.A., leurs suivants immédiats –, s'est sensiblement

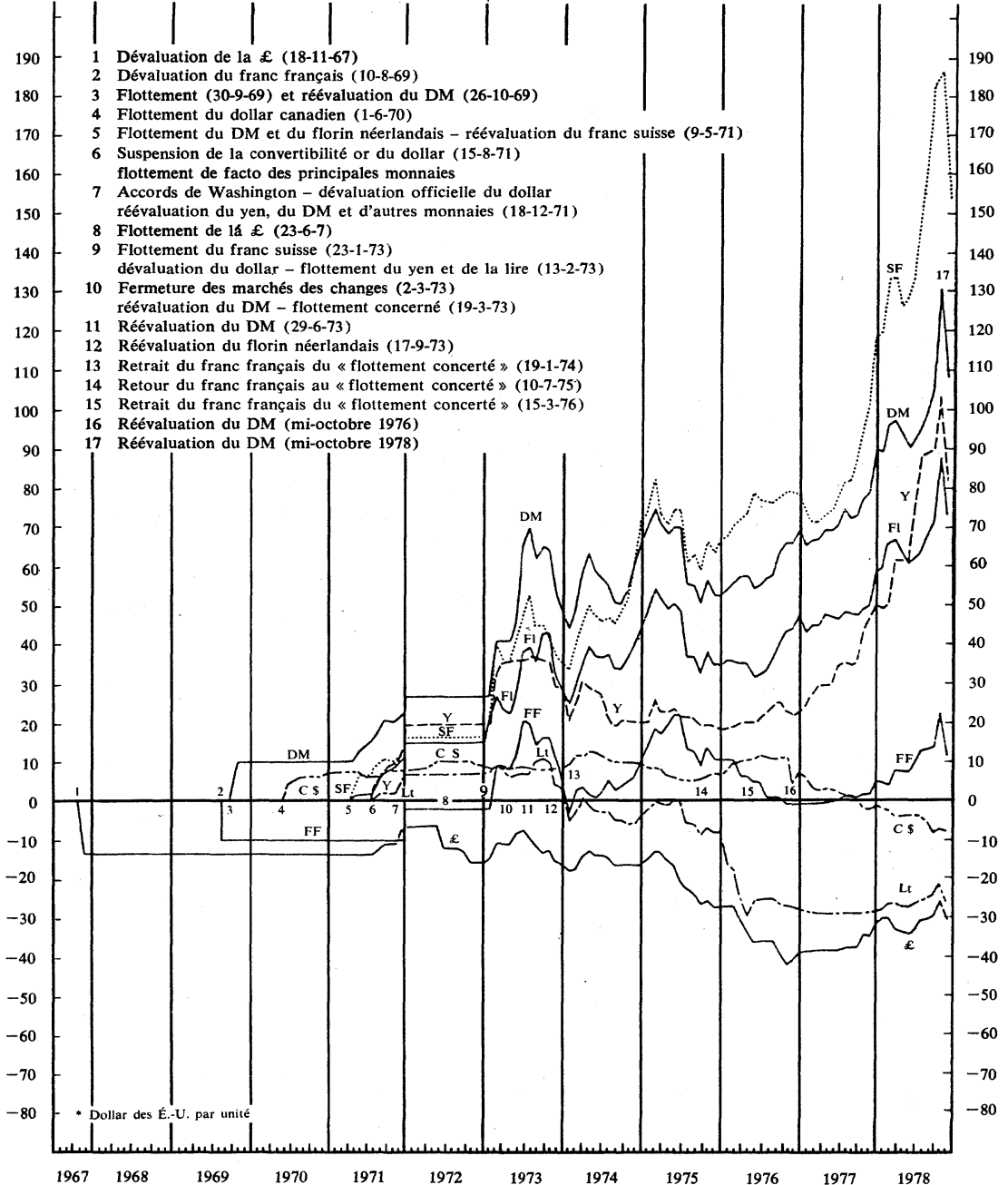
12. Michel LELART, *Le bilan international des États-Unis* (texte ronéotypé).

GRAPHIQUE 2

TAUX DE CHANGE DES PRINCIPALES MONNAIES VIS-À-VIS DU DOLLAR

Écart en pourcentage par rapport aux parités en dollars d'octobre 1967

chiffres fins de mois \*



Source : Perspectives économiques de l'O.C.D.E., décembre 1978.

TABLEAU 2

*Parts de certains pays dans les exportations mondiales*

	É.-U. %	Japon %	R.F.A. %	France %	Italie %	Royaume-Uni %	... <sup>1</sup> %
1938	13	4,71	...	3,14	2,35	10,21	33,41
1948	21,81	0,04	1,35	3,66	1,87	10,95	39,68
1953	18,96	1,54	5,73	4,86	1,82	8,65	41,56
1957	18,41	2,55	8,04	4,16	2,21	8,43	43,80
1958	16,43	2,66	8,53	4,98	2,38	8,42	43,40
1959	15,11	2,98	8,63	4,89	2,51	8,29	42,41
1960	15,94	3,16	8,91	5,36	2,85	7,91	44,13
1961	15,51	3,16	9,46	5,38	3,12	7,93	44,56
1962	15,14	3,41	9,36	5,19	3,30	7,72	44,12
1963	15,00	3,54	9,49	5,24	3,28	7,66	44,21
1964	15,24	3,81	9,40	5,21	3,45	7,16	44,27
1965	14,53	4,53	9,60	5,39	3,86	7,10	45,01
1966	14,70	4,79	9,87	5,34	3,94	7,19	45,83
1967	14,53	4,86	10,28	5,29	4,05	6,69	45,70
1968	14,27	5,41	10,51	5,29	4,25	6,41	46,14
1969	13,69	5,84	10,82	5,44	4,29	6,40	46,48
1970	13,59	6,16	11,12	5,66	4,21	6,17	46,91
1971	12,40	6,85	11,34	5,82	4,31	6,38	47,10
1972	11,74	6,85	11,30	6,20	4,45	5,84	46,38
1973	12,16	6,40	11,88	6,18	3,85	5,29	45,76
1974	11,53	6,59	10,75	5,36	3,59	4,59	42,41
1975	12,15	6,39	10,30	5,97	3,98	5,05	43,86
1976	11,48	6,81	10,33	5,65	3,74	4,69	42,72
1977 <sup>2</sup>	16,80	11,26	16,49	8,88	6,30	8,04	
1978 <sup>2</sup>	16,76	11,38	16,57	8,92	6,53	8,36	

<sup>1</sup> Part des six pays considérés dans les exportations mondiales.<sup>2</sup> Part des pays considérés dans les exportations de l'O.C.D.E. seulement (source : O.C.D.E.)Source : *Yearbook of International Trade Statistics*, New-York.

atténuée, sans qu'aucun autre pays paraisse à même de se substituer pleinement aux États-Unis pour assurer, tout seul, le « leadership » de l'économie mondiale.

C'est dans ce contexte que le 1<sup>er</sup> novembre 1978, le président Carter a annoncé un important « plan de sauvetage » du dollar fondé, d'une part, sur un durcissement de la lutte contre l'inflation marqué notamment par une élévation du taux d'escompte de 8,5 à 9,5%, ce qui constitue son plus haut niveau historique, d'autre part, sur la constitution d'un fonds d'intervention de 30 milliards de dollars. Ces capitaux qui pourront être mobilisés à tout moment pour défendre le dollar sont constitués par un doublement des accords *swaps* (crédits réciproques) qui passent de 7,6 à 15 milliards de dollars dont 6 milliards avec la Bundesbank, 5 milliards avec la Banque du Japon et 4 milliards avec la Banque nationale suisse ; par l'émission pour un montant équivalant à 10 milliards de dollars de bons du Trésor libellés dans les monnaies de ces trois pays ; enfin, par

une possibilité de tirage de la tranche de réserve des États-Unis sur le Fonds monétaire international (3 milliards de dollars) et la vente de D.T.S. (2 milliards de dollars). Conformément à ce plan, de novembre 1978 à fin février 1979, outre un recours au FMI, le Trésor américain a emprunté pour un total de 5,5 milliards de DM (environ 3 milliards de dollars) auprès des banques allemandes par l'émission de « bons Carter » à 3 ou 4 ans et pour 2 milliards de francs suisses (environ 1,2 milliard de dollars) sur le marché suisse. Grâce au soutien du dollar que la « FED » a pu ainsi financer, on a assisté à un redressement – sans doute temporaire – de la monnaie américaine au premier semestre 1979.

Ainsi, à leur tour, les États-Unis sont confrontés au dilemme auquel ils ont longtemps cru pouvoir échapper : soit que la politique économique interne est suffisamment « austère » pour préserver la valeur du dollar par rapport aux autres grandes monnaies, soit que la primauté internationale de la monnaie américaine est condamnée à s'atténuer progressivement. Commentant les décisions du président Carter, la revue *Fortune* écrivait le 4 décembre 1978 :

Les Britanniques, pour lesquels cette expérience est ou ne peut plus familière, ont l'habitude de dire que rien n'est plus préoccupant pour un gouvernement que la dépréciation de sa monnaie. Pour les Américains, l'idée que des décisions cruciales pour leur économie peuvent être brusquement imposées par le marché des changes est aussi nouvelle qu'humiliante. C'est cependant ce qui est arrivé à l'administration Carter en octobre 1978.

De plus, l'intégration croissante des États-Unis dans l'économie mondiale rend ceux-ci de plus en plus sensibles aux fluctuations du dollar aussi bien au niveau des importations qu'à celui des exportations. Dans cette optique, M. Charles L. Schultze, président des conseillers économiques de la Maison Blanche, a expliqué que la nouvelle politique américaine de soutien du dollar avait été rendue nécessaire par le caractère inflationniste de la dépréciation du dollar – une baisse de 10% entraînant une augmentation des prix à la consommation de 1 à 1,5% – et par les risques que la détérioration continue de la monnaie américaine faisait courir à la croissance économique. En particulier, en raison du climat d'incertitude peu propice aux investissements qu'elle entretient.

Compte tenu de ces nouvelles contraintes, on conçoit que les responsables américains commencent à s'interroger sur les avantages et les inconvénients du maintien de la suprématie internationale du dollar. Dans un discours prononcé à Londres en janvier 1979, M. Anthony Solomon, sous-secrétaire américain au Trésor chargé des affaires monétaires, a ainsi affirmé que

les États-Unis n'avaient pas intérêt à préserver artificiellement le rôle international du dollar et [qu']une réduction relative de celui-ci pourrait en résulter à l'avenir<sup>13</sup>.

En fait, si on examine les différentes fonctions internationales remplies par la monnaie américaine, on constate que celle-ci est de plus en plus concurrencée par

13. *Financial Times*, du 7 mars 1979, p. 19.

un certain nombre d'entre elles. Pour étudier cette évolution, on peut distinguer les six fonctions majeures – en réalité, étroitement liées – généralement assignées à une monnaie internationale : trois au niveau privé – unité de compte (monnaie de facturation), instrument de transactions (monnaie de règlement), instrument de réserve (marché des euro-devises en particulier) – et trois au niveau officiel : numéraire, instrument d'intervention sur les marchés de change, instrument de réserve (banques centrales).

Il n'existe pas de statistiques mondiales complètes permettant de mesurer avec précision l'évolution du dollar comme monnaie de facturation, d'une part, comme monnaie de règlement, d'autre part. Les statistiques partielles disponibles, comme les échantillons d'entreprise analysés dans divers pays, montrent cependant qu'il n'y a pas, en général, de différences majeures dans l'emploi des monnaies pour ces deux fonctions complémentaires.

Hans-Eckart Scharrer estime que près de 51% des exportations mondiales étaient encore libellées en dollars en 1977<sup>14</sup>. On observe cependant une certaine diminution de l'usage de la monnaie américaine. Toutefois, dans ce rôle, celle-ci n'est pas tant concurrencée par d'autres « monnaies internationales » que par un usage croissant des monnaies des partenaires commerciaux eux-mêmes. À cet égard, il est intéressant de remarquer que si plus de 14% des exportations mondiales sont maintenant libellées en deutschemarks, cela est dû quasi exclusivement à l'importance croissante de la R.F.A. dans les échanges internationaux et non à une utilisation du mark comme monnaie « tierce ». En fait, en dehors du dollar, il n'y a plus guère de monnaie tierce utilisée couramment dans les échanges internationaux. Aujourd'hui, les échanges entre pays industrialisés sont presque entièrement facturés dans la monnaie de l'exportateur ou de l'importateur. Selon H.-E. Scharrer, seulement 5 à 10% du commerce intra-européen se fait encore en dollars. En fait, mis à part les échanges avec les États-Unis eux-mêmes, le dollar est essentiellement utilisé dans le commerce des matières premières, notamment de pétrole, et par conséquent, dans les échanges avec les pays en développement. Ainsi, près de 70% des exportations suédoises et françaises sont libellées dans la monnaie nationale. Ce pourcentage s'élève à 80-90% aux États-Unis, en R.F.A. et en Suisse. En règle générale, les pays de dimensions plus réduites utilisent moins leur monnaie nationale, mais ils paraissent suivre néanmoins la tendance observée d'une réduction relative de l'usage du dollar. Seuls font exception à cette tendance les pays « à monnaie faible », comme le Royaume-Uni et surtout l'Italie, d'une part, et le Japon dont près des  $\frac{3}{4}$  des exportations sont encore libellées en dollars, d'autre part (tableau 3).

Au niveau des importations des pays considérés, on remarque un accroissement des échanges facturés en dollars. En fait, ceci ne contredit pas vraiment la tendance observée au niveau des exportations dans la mesure où cette situation s'explique par l'accroissement considérable survenu au cours des dernières années

14. Hans-Eckart SCHARRER, « Currency Diversification in International Trade and Payments – Empirical Evidence », rapport au colloque de la S.U.E.R.F., Bâle, 10-12 mai 1979.

TABLEAU 3  
*Monnaies de facturation des exportations*  
 (en pourcentage)

Pays exportateurs	% des exportations facturées en monnaie nationale				% des exportations facturées en dollars				% des exportations vers É.-U. / % des exportations facturées en marks					% des exportations facturées dans la monnaie de l'importation
	1971	1975	1976	Δ	1971	1975	1976	Δ	1976	1971	1975	1976	Δ	
Autriche	46,7 <sup>2</sup>	54,7	-	+ 8,0	11,1 <sup>2</sup>	10,1	-	- 1,0	2,6 <sup>4</sup>	-	20,7	-		-
Belgique	46,2 <sup>3</sup>	50,4 <sup>3</sup>	47,4 <sup>3</sup>	+ 1,2	11,9 <sup>3</sup>	10,0 <sup>3</sup>	12,0 <sup>3</sup>	+ 0,1	12,0	17,7	16,3	17,8	+ 0,1	~ 40
France	59,4 <sup>1</sup>	69,1	68,3	+ 8,9	10,3	8,2	9,4	- 0,9	4,6	10,6 <sup>1</sup>	9,0	9,2	- 1,4	24,1
R.F.A.	84,1 <sup>1</sup>	89,1	87,0	+ 2,9	6,5 <sup>1</sup>	4,4	5,0	- 1,5	5,6					~ 7
Pays-Bas	44,4	50,0	50,2	+ 5,8	16,7	15,0	13,0	- 3,7	2,9	17,8	17,9	21,1	+ 3,3	-
Italie	50,7	47,3	39,1	-11,6	28,3	27,9	31,1	+ 2,8	6,5	-	-	-		-
Royaume-Uni	-	-	80/69	-11	-	-	8/17	+ 9	9,4 <sup>6</sup>	-	-	-		12 <sup>6</sup>
Suisse	-	-	82,8 <sup>6</sup>		-	-	7,1		6,8 <sup>6</sup>	-	-	-		-
Japon	-	-	20,2		-	-	70-75		23,6	-	-	-		-
Suède	67,4 <sup>2</sup>	-	-		14,2	-	-		6,1 <sup>2</sup>	-	-	-		-
Danemark	41	54	54	+13	22	13	14	- 8	5,6	8,0	9,0	10,0	+ 2,0	-

1 : 1972 ; 2 : 1973 ; 3 : exportations du Luxembourg incluses ; 4 : 1975 ; 5 : printemps 1976/automne 1977 ; 6 : 1977.

Sources : Hans-Eckart SCHARRE : « Currency Diversification in International Trade and Payments - Empirical Evidence », rapport au colloque de la S.U.E.R.F., 10-12 mai 1979, Bâle ; sauf pour les exportations libellées en marks pour lesquelles nous avons utilisé le rapport présenté au même colloque par Sergio SIGLIANTI : « The Future of the Dollar as a Reserve Asset ».

TABLEAU 4

*Monnaies de facturation des importations*  
(en pourcentage)

Pays importateurs	% des importations facturées en monnaie nationale			% des importations facturées en dollars			% des importations en provenance des États-Unis	% des importations facturées dans la monnaie de l'exportation
	1972	1976	Δ	1972	1976	Δ	1976	1976
Autriche		24,74			16,44		2,94	
Belgique-Luxembourg	27,1	25,9	- 1,2	18,3	25,1	+ 6,8	6,4	~ 50
Danemark	21	25	+ 4	21	23	+ 2	6,0	
France		31,5			29,1		7,6	40,1
					[22,6 <sup>5</sup> ]			
R.F.A.	49,9	41,9	- 8,0	18,6	31,2	+ 12,6	7,8	~ 30
					[24,9 <sup>5</sup> ]			
Italie	22,5	16,0	- 6,5	32,1	42,5	+ 10,4	7,9	
Japon		1,2					20,1	
Pays-Bas		31,4			22,7		10,1	
Suède	25,8 <sup>1</sup>	25,7 <sup>2</sup>	- 0,1	22,0 <sup>1</sup>	20,0 <sup>2</sup>	- 2,0	9,3 <sup>1</sup>	58,8
					[13,2 <sup>5</sup> ]			
Suisse		41 <sup>3</sup>					6,5 <sup>3</sup>	

1 : 1968 ; 2 : 1973 ; 3 : 1974 ; 4 : 1975 ; 5 : importations en provenance des États-Unis exclues.

Source : Hans-Eckart SCHARRER : « Currency Diversification in International Trade and Payments – Empirical Evidence », rapport au colloque de la S.U.E.R.F., 10-12 mai 1979, Bâle.

des importations de pétrole (en dollars) et, de manière moins importante, par la quasi-disparition de la livre sterling comme monnaie « tierce » (tableau 4). De plus, dans l'hypothèse probable d'une poursuite de la dépréciation du dollar, on peut penser que, tôt ou tard, les pays exportateurs de pétrole seront amenés à adopter une autre unité de compte – vraisemblablement le D.T.S. – pour fixer le prix du pétrole. Il est possible qu'au moins dans un premier temps, ils gardent néanmoins le dollar pour les règlements eux-mêmes.

En ce qui concerne l'évolution des diverses monnaies en tant qu'instrument de placement des capitaux privés, par-delà des modifications importantes survenant d'une année sur l'autre en raison des fluctuations des cours des monnaies, on observe une nette tendance à la diminution relative du dollar et, au contraire, un essor international des monnaies « fortes », en premier lieu du deutschemark. En fait, malgré les taux d'intérêt plus élevés généralement offerts aux détenteurs de monnaies « faibles », malgré l'attrait qu'exercent souvent ces dernières sur les emprunteurs précisément en raison de leur dépréciation, enfin malgré les tentatives faites par les banques centrales de la R.F.A., du Japon et de la Suisse pour freiner, sinon empêcher l'internationalisation de leur monnaie, les crises du dollar en 1973 d'abord, en 1978 ensuite paraissent avoir porté un sérieux coup à la crédibilité de la monnaie américaine, et la tendance à la diversification des euro-monnaies semble devoir se poursuivre durablement. Du reste, les mesures prises, notamment par la Bundesbank, pour décourager les dépôts étrangers en R.F.A. – réserves obligatoires portées jusqu'à 100% à certains moments, interdiction temporaire de rémunérer les avoirs étrangers, etc. – ont eu pour effet de renforcer l'extension du marché des euro-marks (c'est-à-dire les placements en deutschemarks hors d'Allemagne).

En septembre 1978, les engagements en euro-marks des banques européennes recensées par la B.R.I. s'élevaient à quelque 79,9 milliards de dollars, soit près de 18% du total du marché des euro-devises. Dix ans plus tôt, le mark ne représentait que 8,9% de ce marché (tableau 5). Le franc suisse se maintient à environ 7% du marché et l'euro-yen, qui commence à peine à apparaître, ne représente encore que quelque 1,4% du marché des euro-devises. En réalité, compte tenu de la taille relativement réduite de l'économie suisse – le P.N.B. de la Suisse ne représente que 13% de celui de la R.F.A. – d'une part, du faible pourcentage des exportations japonaises facturées en yens et de l'infrastructure bancaire insuffisante pour servir de base à l'expansion internationale de la monnaie japonaise, d'autre part, le deutschemark paraît bien devoir être le principal, sinon le seul concurrent sérieux du dollar au cours des prochaines années.

La désaffection relative vis-à-vis du dollar paraît encore plus accusée si on considère les monnaies utilisées dans les émissions internationales (tableau 6). Ainsi, en 1978, 38,17% seulement de l'ensemble des obligations internationales émises dans le monde l'ont été en dollars contre 26,37% en deutschemarks, 16,62% en francs suisses et 11,16% en yens. Au niveau des euro-obligations, deux monnaies – le dollar et le deutschemark – se partagent pratiquement le



marché depuis plusieurs années. En 1978, les euro-obligations nouvellement émises en dollars ont représenté 51,61% de ce marché et les émissions nouvelles en deutschemarks 37,18%. Toutefois, plus encore qu'en ce qui concerne le marché des euro-devises, il convient d'être extrêmement prudent quand on analyse les tendances durables des émissions internationales. Les fluctuations très importantes observées d'une année sur l'autre rendent, en effet, quelque peu hasardeuse la recherche de telles tendances.

En ce qui concerne les fonctions internationales « officielles » du dollar et de ses concurrents éventuels, il apparaît, en premier lieu, que depuis la disparition du système de Bretton Woods en mars 1973 et le flottement des monnaies qui s'en est suivi, la fonction de numéraire a perdu en grande partie son importance. Certes, au 30 juin 1978, parmi les 134 pays recensés par le FMI, 43 définissaient encore leur monnaie par un taux de change fixe vis-à-vis du dollar contre 15 vis-à-vis du D.T.S., 14 vis-à-vis du franc français et 5 vis-à-vis de la livre sterling, les autres pays laissant flotter leur monnaie, éventuellement de concert avec d'autres pays<sup>15</sup>. Mais toutes les grandes puissances commerciales du monde se trouvaient dans cette dernière catégorie ; les seuls pays de quelque importance qui se définissaient encore par rapport au dollar étaient le Venezuela, T'ai-wan, l'Irak, la Corée, l'Équateur et l'Égypte. En fait, depuis l'instauration du système monétaire européen en mars 1979, l'écu est le seul numéraire qui serve à définir des monnaies d'une réelle importance comme le deutschemark, le franc français, le florin...

TABLEAU 5

*Engagements en devises étrangères des banques européennes déclarantes*

Fin d'année d'année	Dollars %	Marks %	Franc suisse %	Livre sterling %	Florin %	Franc français %	Autres %
1967	81,4	7,5	6,3	4,3		0,5	
1968	79,7	8,9	6,8	2,4	0,7	0,7	0,8
1969	81,5	8,2	7,1	1,4	0,6	0,4	0,8
1970	78,0	10,7	7,6	1,2	0,6	0,7	1,2
1971	72,4	15,0	7,9	2,2	0,9	0,5	1,1
1972	73,3	15,8	6,7	1,7	1,0	0,8	1,7
1973	68,2	16,8	8,9	2,5	1,2	1,1	1,3
1974	70,7	15,5	8,3	1,6	1,2	1,0	1,7
1975	73,2	15,4	5,9	1,2	1,4	1,3	1,6
1976	74,1	15,2	5,1	1,3	1,1	1,0	2,2
1977	72,1	17,7	5,4	1,5	1,3	1,1	1,8
1978 sept.	66,7	17,8	7,0	2,1	1,6	1,6	3,2 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Dont 1,4% environ en yens, estimation du *Financial Times*, 7 mars 1979.

Source : Banque des Règlements Internationaux.

TABLEAU 6  
Émissions internationales  
(en milliards de dollars et en pourcentage)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 jan.-avril
<b>EURO-OBLIGATIONS</b>	2,966	3,642	6,335	4,193	2,134	8,567	14,33	17,77	14,12	6,36
par devises : (%)										
– dollar É.-U.	59,84	60,98	61,69	58,36	46,67	43,63	63,69	65,43	51,61	56,66
– deutschemark	23,20	21,58	17,82	24,45	16,12	26,59	18,93	23,25	37,18	26,27
– florin	13,18	8,18	6,20	4,63	17,85	8,39	3,50	2,54	2,79	3,33
– dollar canadien	0	0	0,24	0	2,81	6,51	9,82	3,69	–	3,30
– franc français	0	0,55	7,75	3,96	0	3,42	0,27	–	–	–
– unité de compte européenne	1,82	4,56	0	2,36	8,15	4,33	0,69	0,16	1,17	0,85
– autres	1,96	4,15	6,30	6,24	8,40	7,13	3,10	4,94	7,26	8,64
<b>OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES</b>										
<b>ÉMISES HORS DES É.-U.</b>	0,378	1,538	2,060	2,626	1,432	4,884	7,586	8,777	14,36	7,015
par devises : (%)										
– deutschemark	23,54	20,03	24,27	13,79	17,67	22,30	16,98	24,85	26,39	27,06
– franc suisse	51,06	43,50	39,56	58,11	63,62	67,51	70,64	56,63	39,68	58,63
– florin	4,50	1,11	1,50	0	0,28	3,73	7,87	2,40	2,68	–
– yen	3,97	5,98	15,10	10,32	0	1,37	2,98	14,48	26,65	11,05
– autres	16,93	29,39	19,56	17,78	18,43	5,09	1,53	1,64	4,67	3,26
<b>OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES</b>										
<b>ÉMISES AUX É.-U.</b>	1,216	1,104	1,353	1,019	3,291	6,460	10,60	7,428	5,795	1,704
<b>TOTAL</b>	4,560	6,284	9,748	7,838	6,857	19,91	32,52	33,97	34,28	15,07
par devises : (%)										
– dollar É.-U.	65,59	52,91	67,12	44,22	62,52	51,22	61,25	56,08	38,17	35,20
– deutschemark	17,04	17,46	16,71	17,70	8,71	16,91	12,30	18,58	26,37	23,67
– franc suisse	4,23	10,65	8,36	19,47	13,29	16,56	16,48	14,63	16,62	27,28
– florin	8,95	5,01	4,35	2,48	5,61	4,53	3,38	1,95	2,27	1,41
– yen	0,33	1,46	3,19	3,46	0	0,34	0,70	3,74	11,16	5,14
– autres	3,86	12,51	0,27	12,67	9,87	10,44	5,89	5,02	5,41	7,30

Source : Bulletins mensuels de la Morgan Guaranty Trust Company of New-York : « World Financial Markets », mars 1978 et avril 1979.

TABLEAU 7

Évolution de la composition des réserves en devises des 76 pays déclarants au F.M.I.

Fin d'année	Total en milliards de dollars	Dollars %	Livres sterling %	Deutsche-marks %	Francs français %	Autres %
1970	35,595	80,9	9,0	2,1	0,7	7,3
1971	66,685	77,9	7,8	3,0	0,5	10,8
1972	83,012	81,3	6,3	4,6	0,6	7,2
1973	95,188	79,5	5,1	6,7	0,7	8,0
1974	114,586	80,6	5,5	5,9	0,5	7,5
1975	114,107	81,3	3,2	6,0	1,0	8,5
1976	126,642	80,4	1,7	6,8	0,7	10,4
1977	173,112	81,2	1,5	6,9	0,5	9,9

Source : Bulletin du F.M.I., 29 mai 1978.

Plus encore que les autres fonctions d'une monnaie internationale, celles d'instrument d'intervention sur les marchés des changes et de monnaie de réserve des banques centrales sont intimement liées. En fait, les interventions sont des flux qui augmentent ou restreignent les stocks de devises détenues par les banques centrales. Il existe cependant certaines catégories de réserves – l'or, le D.T.S., l'écu – qui ne résultent pas *directement* d'interventions sur les marchés des changes mais servent néanmoins à se procurer des devises utilisables sur ces marchés.

De prime abord, si on considère la composition des réserves des 76 pays qui ont fourni des informations au FMI à ce sujet, on constate une grande stabilité du dollar qui représentait 80,9% des réserves officielles en devises en 1970 et 81,2% en 1977 (tableau 7). Pendant cette période, on a assisté à un effacement de la livre sterling (de 9% des réserves officielles en devises en 1970 à 1,5% en 1977), remplacée comme deuxième monnaie de réserve du monde par le deutschemark qui est passé de 2,1% en 1970 à 6,9% en 1977. Selon la Bundesbank, les réserves officielles libellées en deutschemarks de l'ensemble du monde auraient atteint 50 milliards de DM en 1978 (28 milliards de dollars), soit entre 8 et 10% des réserves officielles en devises<sup>16</sup>.

En réalité, cette stabilité apparente du dollar cache deux évolutions opposées : d'une part, les pays de l'OPEP et les pays en développement non producteurs de pétrole – ces derniers faisant plus que doubler leurs réserves entre 1976 et 1978 – ont cherché à diversifier leurs avoirs pour se protéger contre la dépréciation du

16. D'après le *Financial Times* du 7 mars 1979 : « The Move Away from the Dollar ».

dollar, d'autre part, les banques centrales de Suisse et du Groupe des Dix – essentiellement du Japon et de la R.F.A. – ont acheté plus de 35 milliards de dollars pendant chacune des deux années 1977 et 1978 pour soutenir la monnaie américaine<sup>17</sup>. Par ailleurs, l'Italie et le Royaume-Uni ont également acheté des quantités importantes de dollars, notamment en 1977, afin de reconstituer leurs réserves amoindries lors des crises de la lire et de la livre sterling. Par conséquent, la stabilité du dollar dans les réserves officielles ne doit pas faire illusion sur la séduction encore exercée par la monnaie américaine, mais au contraire, être interprétée comme la contrepartie « forcée » d'une diversification, d'une part, du marché des euro-devises, d'autre part, des réserves des banques centrales extérieures au Groupe des Dix et à la Suisse. Ce mécanisme d'expansion *parallèle et non pas concurrente* du deutschemark – et à un moindre degré du franc suisse et du yen – sur le marché des euro-devises et du dollar dans les réserves des banques centrales des pays « à monnaie forte » explique que, contrairement à une idée souvent avancée, il n'est pas absolument nécessaire qu'un pays connaisse un déficit extérieur pour que sa monnaie s'internationalise. Il suffit que sa banque centrale alimente les marchés internationaux de capitaux en soutenant (et donc en accumulant) des monnaies faibles, en particulier des dollars. Ainsi, le marché des euro-marks a augmenté d'environ 18 milliards de dollars en 1977 et de près de 20 milliards de dollars en 1978, pendant que le flux net de devises étrangères à la Bundesbank s'est élevé à plus de 10 milliards de deutschemarks (près de 5,5 milliards de dollars) en 1977 et à 20 milliards de deutschemarks (près de 11,5 milliards de dollars) en 1978.

Dans la même optique, on peut remarquer qu'au sein du S.M.E., l'accumulation de réserves en monnaies faibles dans les banques centrales des pays européens excédentaires ou au FECOM pourrait apparaître comme la contrepartie d'une expansion des monnaies européennes fortes – en premier lieu du deutschemark – dans les circuits privés.

#### IV – L'INTERNATIONALISATION DU DEUTSCHEMARK

Depuis plusieurs années, les autorités monétaires allemandes, japonaises et suisses multiplient les déclarations et les mesures visant à freiner, sinon à empêcher l'internationalisation de leur monnaie. Apparemment sans grand succès. En effet, la diversification que l'on observe n'est pas sans risques graves.

Pour l'économie mondiale, cette diversification risque d'abord d'accroître l'instabilité chronique des marchés des changes. En effet, dès lors que plusieurs « monnaies internationales » sont en concurrence, la gestion d'une trésorerie de quelque importance nécessite des transferts fréquents entre ces différentes monnaies en fonction des taux d'intérêt offerts et du comportement – présent ou prévisible – de chacune d'elles sur les marchés des changes. De plus, cette évolution conduit

17. Estimations du Dr Otmar EMMINGER, président de la Bundesbank, *Revue de presse de la B.R.I.*, Bâle, 12 avril 1979.

à confier une responsabilité accrue – excessive ? – aux pays émetteurs de ces nouvelles monnaies internationales.

Pour ces derniers, les risques ne sont pas moins considérables. Bien au contraire. Dans un discours prononcé, en juin 1978, à l'occasion du trentième anniversaire de la création du deutschemark, le président de la Bundesbank, M. Otmar Emminger, les a résumés ainsi :

Le deutschemark est une monnaie de réserve contre son gré : d'abord, la capacité de nos marchés financiers est trop petite pour offrir aux autorités monétaires étrangères des alternatives suffisantes et rapidement réalisables pour leurs placements, sans que soit en même temps grevé le fonctionnement des marchés propres ou sans que la Banque centrale ne soit obligée à faire des interventions sur le marché monétaire et financier autres que celles qui seraient justifiées par la situation de notre économie intérieure. D'autre part, la puissance économique et financière de l'Allemagne fédérale est trop modique pour pouvoir supporter les charges que pourraient comporter des mouvements de réserves sur le plan international. Et enfin, pendant la phase de mise en place d'une monnaie de réserve, on observe la tendance à surestimer cette monnaie avec pour conséquence une réduction de la capacité concurrentielle de l'économie du pays en cause, mais qui ne s'affirme que lorsque cette phase a touché à son terme ou lorsque se produit une compression des réserves dans cette monnaie. La Bundesbank s'est donc toujours opposée à cette tendance d'entretenir des réserves en deutschemarks, mais elle fut néanmoins obligée d'accepter cet état de fait bon gré mal gré dans certaines limites<sup>18</sup>.

De plus, on peut remarquer que, « toutes choses égales par ailleurs », un pays sera d'autant plus sensible aux aléas externes de sa monnaie – et l'internationalisation de celle-ci sera donc d'autant plus risquée – que son économie est plus ouverte. De ce point de vue, l'économie américaine paraît infiniment mieux « protégée » contre les retombées internes du rôle international de sa monnaie que ne peuvent l'être les économies allemande ou suisse. En effet, alors qu'en 1978, les exportations américaines ne représentaient que 6,8% du P.I.B. des États-Unis – et 3,9% seulement en 1960 –, ce pourcentage s'élevait à 13,8% au Japon, 25,2% en R.F.A. et 35,2% en Suisse.

Face à une demande internationale croissante de leur monnaie, les pays « à monnaie forte » peuvent adopter deux attitudes, ou plutôt ils peuvent mettre l'accent sur l'une ou l'autre de ces deux attitudes : soit ils acceptent d'alimenter abondamment la demande internationale en leur monnaie de manière à stabiliser le cours de celle-ci, soit ils laissent s'apprécier leur monnaie. Nous analyserons successivement ces deux options, en les appliquant au cas allemand, en les schématisant et en les opposant, par souci de clarté, plus qu'elles ne sauraient l'être dans la réalité.

A – 1<sup>re</sup> option : la Bundesbank privilégie la stabilité du deutschemark

Dans cette hypothèse, on devrait assister à un accroissement simultané du marché de l'euro-mark et des réserves en devises (dollars en particulier) de la

18. Publié dans le rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank de juin 1978.

Bundesbank. Il en résulterait une augmentation de la masse de deutschemarks en circulation. Celle-ci serait-elle inflationniste ?

Plusieurs cas sont ici à considérer :

– soit, en l'absence de mesures efficaces de contrôle des mouvements de capitaux, les marchés de l'euro-mark et du mark « allemand » communiquent étroitement. On assiste alors à une baisse des taux d'intérêt et les entreprises allemandes sont encouragées à s'endetter ou bien en R.F.A. même, ou bien sur l'euro-marché. Dans ce cas, un impact inflationniste paraît probable, au moins aussi longtemps que les mesures qui seront vraisemblablement prises par la Bundesbank pour limiter les autres contreparties de la masse monétaire allemande n'auront pas fait sentir leurs effets ;

– soit, la Bundesbank sépare le marché monétaire allemand du marché des euro-marks, par exemple, en rétablissant le système de réserves obligatoires sur tout emprunt contracté par des résidents allemands sur l'euro-marché (*bar-depot*) qui a fonctionné il y a quelques années. Dans ce cas, l'effet inflationniste serait considérablement atténué. En revanche, si la Bundesbank entend maintenir un objectif global de croissance de la masse monétaire, un effet récessionniste risque de se faire sentir. En effet, pour ce faire, la Bundesbank devra organiser une contraction des crédits accordés aux entreprises allemandes de manière à compenser la création monétaire induite par la demande internationale de deutschemarks. Mais, comme les entreprises allemandes ne pourront plus recourir à ce marché international, elles seront obligées de réduire leurs investissements. Cet effet récessionniste pourrait favoriser une modération des prix internes allemands qui, à son tour, renforcera la demande internationale de marks ;

– soit enfin, plutôt que d'intervenir elle-même sur les marchés des changes pour freiner l'appréciation du deutschemark, la Bundesbank accorde des crédits à des banques centrales étrangères de manière à permettre à celles-ci de soutenir leur monnaie et, ce faisant, d'empêcher la hausse du mark. Si, pour ce faire, la Bundesbank crée de nouvelles liquidités, on se retrouve dans l'un des deux cas précédents selon qu'elle instaure ou non un contrôle des mouvements de capitaux. En revanche, si les crédits accordés aux banques centrales étrangères ne le sont pas par la Bundesbank mais par l'intermédiaire de banques commerciales allemandes, l'effet inflationniste est réduit. En effet, la « ponction » monétaire qui en découle en R.F.A. est compensée par la « remise dans le circuit » des deutschemarks par l'intermédiaire des interventions réalisées par les États-Unis. L'effet récessionniste est, lui aussi, négligeable sauf si un contrôle des mouvements de capitaux empêche les entreprises allemandes d'emprunter sur le marché des euro-marks les capitaux qu'elles ne peuvent plus se procurer auprès de leurs banques en raison des crédits que celles-ci ont consentis aux banques centrales étrangères.

L'expérience de ces dernières années montre qu'une politique privilégiant la stabilité du mark est souvent adoptée par les autorités monétaires allemandes de manière temporaire. Par exemple, pour éviter qu'une appréciation trop rapide de celui-ci ne pénalise outre mesure les exportations ou qu'« un déclin non

contrôlé » du dollar ne conduise à une perte de confiance totale dans la monnaie américaine qui, à son tour, précipiterait d'énormes montants de dollars sur le marché... contraignant de nombreux pays à prendre des mesures de protection et de contrôle ; en revanche, de l'aveu du président de la Bundesbank lui-même,

dans une perspective à long terme couvrant plusieurs années, il serait impossible d'éviter des ajustements plus ou moins périodiques des taux de change, rendus nécessaires par des différences de taux d'inflation entre les pays qui ne sont pas faciles à éliminer <sup>19</sup>.

À long terme, la seconde option paraît donc inévitable.

### B – 2<sup>e</sup> option : des réévaluations du mark à l'extraversion de l'économie allemande

Depuis le début des années cinquante, l'économie allemande a connu deux phases d'extraversion nettement différentes. Même si ces deux phases se chevauchent dans une large mesure, on peut néanmoins fixer, très schématiquement, l'amorce de la seconde phase en 1973, avec le passage du système monétaire international des changes fixes aux changes flottants.

La première période a été marquée par une sous-évaluation du deutschemark. En effet, alors que la balance commerciale de la R.F.A. est devenue excédentaire en 1951 et n'a plus cessé de l'être depuis lors et que l'inflation y a été beaucoup plus faible que chez ses principaux concurrents <sup>20</sup>, la valeur extérieure pondérée

TABLEAU 8

R.F.A. : *Part des exportations dans le P.N.B.*

1950 <sup>1</sup>	11,38%
1955 <sup>1</sup>	19,97%
1960	20,03%
1965	19,03%
1970	22,49%
1975	26,41%
1976	27,62%
1977	27,49%

<sup>1</sup> Berlin et Sarre exclus.

Source : O.C.D.E., *Études économiques* : « Allemagne », juin 1978, p. 81.

19. Dr Otmar EMMINGER, « Les trente ans du Deutschemark », rapport mensuel de la Bundesbank, juin 1978.

20. Entre 1949 et 1977, le taux d'accroissement annuel moyen des prix à la consommation a été de 2,7% en R.F.A., de 3,1% en Suisse, de 3,4% aux États-Unis, de 5,5% en Italie, de 6,1% en France, de 6,4% au Royaume-Uni ; source : O. EMMINGER, rapport cité.

du mark vis-à-vis des seize monnaies cotées à Francfort ne s'est appréciée que de 32% entre 1950 et 1972, soit 1¼% par an en moyenne. Cette sous-évaluation de la monnaie allemande a favorisé durablement les exportations et conduit celles-ci à jouer un rôle croissant dans le développement économique de la R.F.A. (tableau 8).

Au contraire, à partir des années 1972-1973, le deutschemark a connu une appréciation rapide vis-à-vis des monnaies de la plupart des concurrents commerciaux de l'Allemagne (graphique 2). Ainsi, entre 1972 et la fin de 1977, la valeur

TABLEAU 9

Évolution du taux de change du deutschemark en termes nominaux et en termes réels  
(par rapport aux principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne)

	Part (en %) dans les exportations allemandes		Variation (en %) du taux de change ou mark entre 1969 et 1977		
	1969	1977	En termes nominaux	En termes réels	
				Corrigée des coûts salariaux unitaires *	Corrigée des prix à la consommation
Italie.....	8,2	6,8	+ 138	+ 28	+ 46
Grande-Bretagne.....	4,0	5,3	+ 132	+ 47	+ 36
États-Unis.....	9,4	6,7	+ 69	+ 85	+ 56
France.....	13,3	12,3	+ 60	+ 32	+ 27
Suède.....	3,8	3,2	+ 46	+ 14	+ 17
Danemark.....	2,4	2,2	+ 35	+ 6	+ 6
Norvège.....	1,4	1,4	+ 26	+ 6	- 2
Belgique.....	8,2	7,8	+ 21	- 4	+ 1
Japon.....	1,4	1,1	+ 19	- 14	- 17
Pays-Bas.....	10,1	10,1	+ 14	- 3	- 5
Autriche.....	4,3	5,3	+ 8	+ 1	- 2
Suisse.....	5,8	4,6	- 6	- 9	- 8
Tous pays.....	72,3	66,8	+ 59	+ 20	+ 18

\* Cette colonne corrige l'évolution du taux de change nominal par celle des coûts salariaux exprimés en chacune des devises. Ainsi, le deutschemark s'est apprécié, entre 1959 et 1977, de 60% par rapport au franc français, mais, au cours de la même période, la progression des coûts salariaux unitaires a été, en France, supérieure de 28% à ce qu'elle a été en Allemagne. La hausse du cours de change du deutschemark en termes réels a donc été de  $60 - 28 = 32\%$ , taux de détérioration de la compétitivité des produits allemands. Le même raisonnement s'applique, *mutatis mutandis*, aux prix à la consommation.

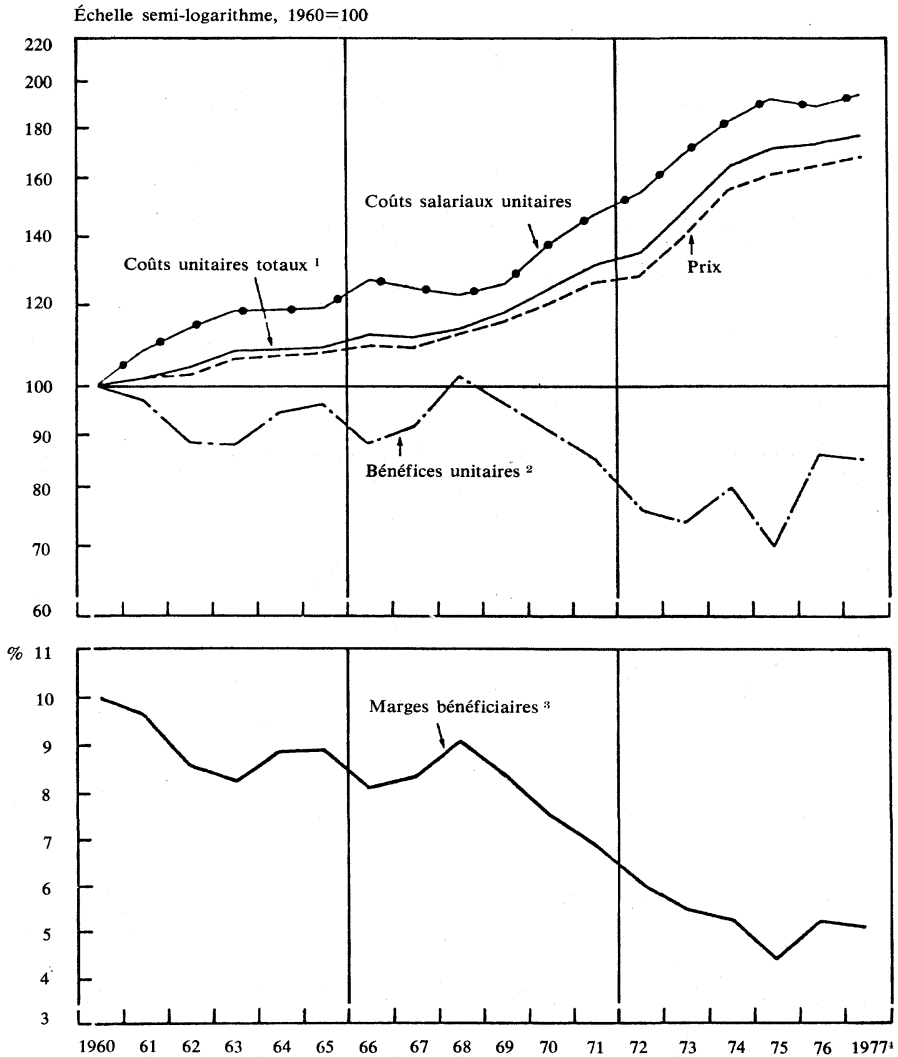
Source : Jonathan CARR, « Why German Exports Keep Selling », *Financial Times*, 30 mars 1978, reproduit dans « Problèmes économiques » du 24 mai 1978.



extérieure pondérée du mark vis-à-vis des 16 monnaies cotées à Francfort s'est améliorée de 43% environ, soit 6,7% par an en moyenne. Certes, si on corrige l'évolution du taux de change nominal par la différence des hausses de prix en R.F.A. et chez ses principaux concurrents, on constate que le taux de détérioration de la compétitivité des produits allemands a été beaucoup plus faible que ne le laissait supposer l'examen des seuls taux de change (tableau 9). À cet égard, on

GRAPHIQUE 3

*Coûts unitaires et bénéfices dans les industries manufacturières \**



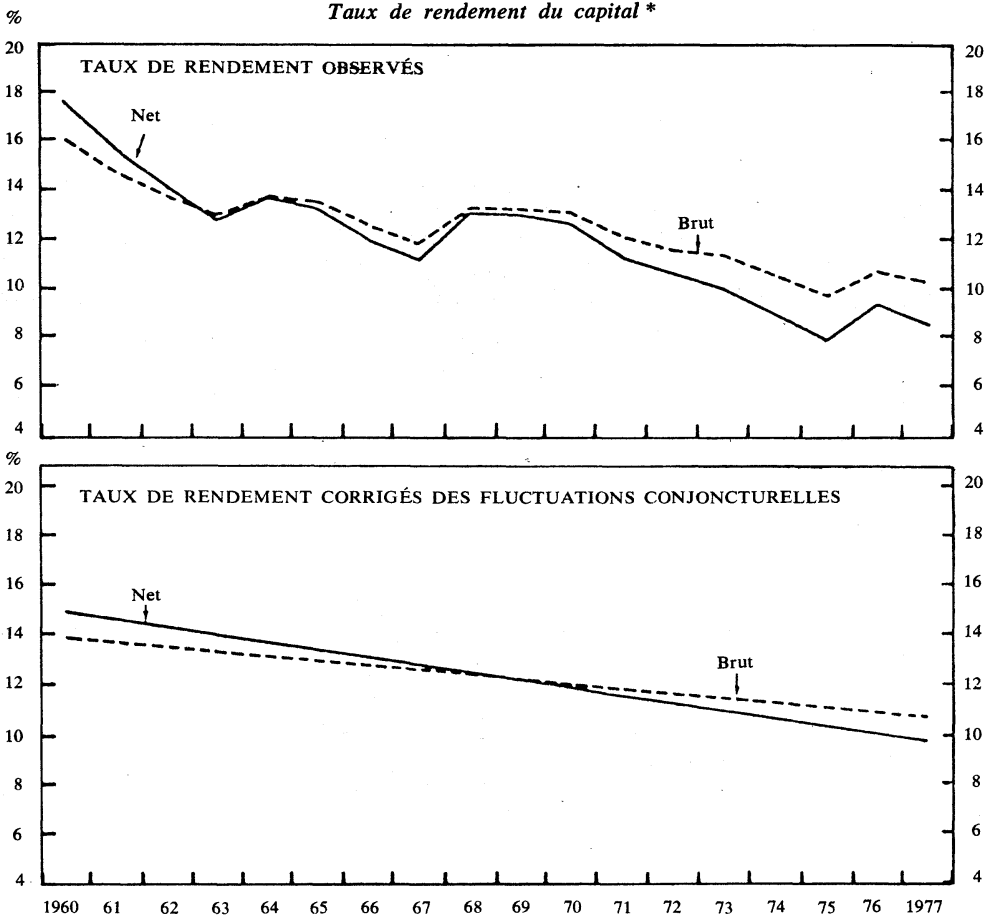
\* *Études économiques de l'O.C.D.E.*, juin 1978.

peut notamment rappeler l'impact antiinflationniste certain des réévaluations du mark grâce à l'abaissement des coûts des importations qui en résulte. Il n'en demeure pas moins que cette appréciation quasi continue de la monnaie allemande ne peut manquer, à la longue, de rendre les exportations allemandes plus difficiles.

En fait, l'économie allemande aborde maintenant une deuxième phase d'extra-version reposant sur des investissements à l'étranger de plus en plus importants. D'abord, les réévaluations successives du deutschemark rendent les investissements

GRAPHIQUE 4

## Taux de rendement du capital \*



\* *Études économiques de l'O.C.D.E., Allemagne.*

1 Non compris les charges d'intérêts.

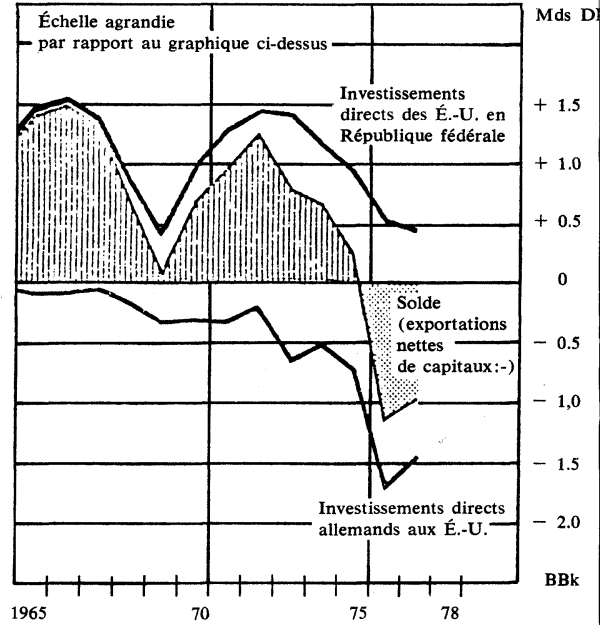
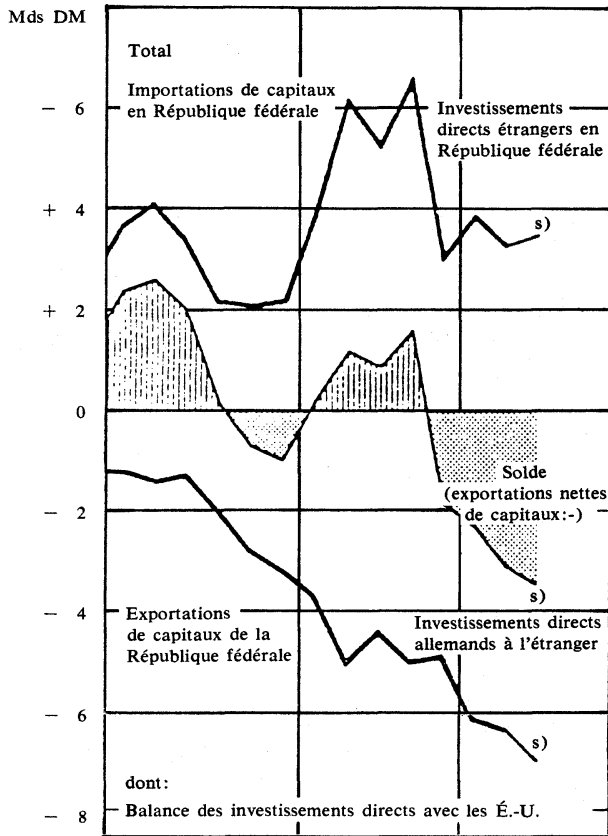
2 Revenu brut de la propriété et de l'entreprise par unité produite.

3 Revenu brut de la propriété et de l'entreprise en pourcentage de la valeur de la production totale.

4 Estimations provisoires.

## GRAPHIQUES 5 et 6

## Évolution des investissements directs \*



\* Sur base de balance des paiements.

- s) 1978 estimation.

Source : « Le retournement de la tendance d'évolution de la balance des investissements directs », rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank, octobre 1978.

TABLEAU 10

*Activité d'investissement de l'économie allemande à l'intérieur et à l'étranger*

Année	Investissements à l'intérieur <sup>1</sup>	Investissements directs à l'étranger	Investissements directs à l'étranger en % des investissements à l'intérieur	
	Mds DM			
1966	66,1	1,4	2,2	} 2,5
1967	59,1	1,3	2,3	
1968	62,0	2,0	3,2	
1969	77,0	2,8	3,6	} 3,4
1970	98,2	3,2	3,3	
1971	111,2	3,7	3,3	
1972	113,7	5,0	4,4	} 4,2
1973	117,7	4,4	3,8	
1974	111,2	5,0	4,5	
1975	115,0	4,9	4,3	} 4,6
1976	127,1	6,2	4,9	
1977	139,4	6,4	4,6	

<sup>1</sup> Investissements d'équipement bruts sans État ni construction de logements.

à l'étranger de moins en moins coûteux pour les firmes allemandes. Ensuite, si celles-ci ont réussi jusqu'à présent à préserver, en général, leurs parts des marchés étrangers, voire à les accroître, elles l'ont fait souvent en restreignant considérablement leurs marges bénéficiaires. Amorcée dans les années soixante, la détérioration de celles-ci n'a pratiquement plus cessé depuis lors, d'autant plus que les coûts salariaux, eux, ont connu une évolution inverse (graphiques 3 et 4). Enfin, la concurrence croissante des pays à main-d'œuvre bon marché et le redéploiement mondial des activités qui en découle favorisent également le développement des implantations allemandes à l'étranger. Ces éléments expliquent que le pourcentage des investissements directs à l'étranger par rapport aux investissements internes de l'économie allemande n'ait cessé de croître depuis quelques années, passant de 2,2% en 1966 à 4,6% en 1977 (tableau 10). De ce fait, on a assisté, à partir de 1975, à un retournement de la balance allemande des investissements directs. Alors que le solde net de celle-ci a connu un excédent supérieur à un milliard de marks par an au cours de la période 1972-1974, les exportations de capitaux investis ont dépassé de près de 2 milliards de marks les investissements étrangers en R.F.A. en 1975 et ces sorties nettes de capitaux à long terme ont continué à augmenter, dépassant 3 milliards de marks en 1977 (graphique 5). Il est intéressant de remarquer que les États-Unis sont le principal pays d'accueil des investissements directs allemands - ils ont reçu 27,7% de ceux-ci entre 1975 et 1977 - et que les nouveaux placements des firmes américaines en R.F.A. étant en régression, l'Allemagne est maintenant un exportateur net de capitaux vers les États-Unis (graphique 6).

Dans la période de transition entre les deux phases que traverse actuellement l'économie allemande, les investissements à l'étranger peuvent, non seulement ne pas contrarier, mais au contraire favoriser les exportations allemandes notamment de biens d'équipement. À plus longue échéance, il est cependant vraisemblable que les premiers prendront, dans une certaine mesure, le relais des seconds. Dans un récent rapport, la Bundesbank notait à ce sujet :

Considérés dans leur ensemble, les investissements directs allemands à l'étranger renferment le risque de ralentir finalement la cadence du développement des exportations de marchandises allemandes par rapport au rythme prononcé enregistré encore il y a quelques années ; une telle évolution s'annonce par la légère diminution que connaît l'excédent des exportations exprimé en volume. *L'avance des capitaux allemands à l'étranger doit être considérée comme une certaine substitution de ce recul et correspond parfaitement au concept de la division internationale du travail qui demande d'un pays très développé et quasi surindustrialisé de forcer les exportations de capitaux et de technologie*<sup>21</sup>.

Dans une certaine mesure, cette évolution pourrait conduire à une « inversion » des rôles entre l'Allemagne et les États-Unis par rapport à leur situation respective dans les années cinquante. En raison de son rôle international de plus en plus important, le deutschemark pourrait faire l'objet d'une demande internationale excessive. Une surévaluation de la monnaie allemande en résulterait à la longue, freinant la croissance économique et encourageant les investissements à l'étranger. L'internationalisation des banques allemandes, à laquelle on assiste depuis quelques années, paraît de nature à favoriser cette évolution. De ce fait, la balance de base allemande (opérations courantes + opérations en capital à long terme) – déjà déficitaire en 1975 et 1977 – se détériorerait durablement. D'ores et déjà, selon le président de la Bundesbank, « la République fédérale serait, mesurée par sa balance de base, plutôt un pays déficitaire<sup>22</sup> ». Dès lors, l'alimentation du monde en deutschemarks se ferait par l'intermédiaire de ce déficit et non plus par des achats massifs de devises étrangères par la Bundesbank.

En même temps, la dépréciation du dollar, d'une part, l'importance grandissante des investissements étrangers – allemands en premier lieu – aux États-Unis, d'autre part, favoriseraient le retour à l'équilibre extérieur des États-Unis. Ceux-ci suivraient ainsi en « sens inverse » la trajectoire qui a été la leur dans les années cinquante et soixante : rééquilibrage des sorties de capitaux à long terme par des investissements étrangers croissants, puis retour à l'équilibre commercial. Cette évolution préparerait sans doute le retour en force du dollar sur la scène internationale...

#### V – LE D.T.S., EMBRYON D'UNE MONNAIE EXCLUSIVEMENT INTERNATIONALE ?

La création en 1970 des Droits de Tirage Spéciaux (D.T.S.) répondait à la volonté d'un grand nombre de pays-membres du FMI de créer un instrument

21. Rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank, juin 1978.

22. *Idem*.

international susceptible à terme de seconder, sinon de remplacer le dollar, au moins dans les fonctions « officielles » remplies par la monnaie américaine. Dans le cadre du deuxième amendement aux statuts du FMI adopté à la Jamaïque en janvier 1976, et entré en vigueur – après sa ratification – le 1<sup>er</sup> avril 1978, les pays-membres se sont engagés à faire du D.T.S. le principal actif de réserve.

Comparés à ces objectifs ambitieux, les résultats obtenus jusqu'à présent paraissent modestes. Il n'en demeure pas moins que le D.T.S. s'imisce progressivement dans les relations monétaires internationales (tableau 11).

### A – La nature du D.T.S.

Lors des débats qui précédèrent l'adoption le 31 mai 1968 du premier amendement aux statuts du FMI créant les Droits de Tirage Spéciaux – amendement qui est entré en vigueur, après sa ratification, le 28 juillet 1969 – deux grands courants de pensée se sont affrontés : pour les uns, il s'agissait de créer une monnaie fiduciaire internationale utilisable entre banques centrales ; pour les autres – dont la France – il ne convenait de créer qu'un nouvel instrument de crédit. La définition initiale quelque peu ambiguë du D.T.S. résulte de la nécessité de concilier ces deux thèses.

Tout d'abord, le D.T.S. n'est pas, au sens strict, un instrument de paiement mais un *droit limité* d'acquiescer un instrument de paiement. L'article XXV introduit par le premier amendement (devenu l'article XIX dans les nouveaux statuts du FMI qui découlent du second amendement) indique que

tout participant sera habilité à utiliser ses droits de tirage spéciaux pour obtenir d'un participant désigné en vertu de la section 5 du présent article un montant équivalent de monnaie.

La section 5 du même article précise que c'est le FMI lui-même qui doit désigner les pays appelés à fournir de la monnaie en échange de D.T.S. en considérant la balance des paiements et le niveau des réserves brutes des pays participants. Un pays participant peut refuser des D.T.S. si le montant qu'il détient dépasse « le montant cumulé net des droits qui lui ont été alloués d'un chiffre égal à deux fois ce montant », c'est-à-dire qu'un pays est tenu d'accepter des D.T.S. jusqu'à ce que ses avoirs atteignent trois fois le total de ses allocations.

Par ailleurs, les statuts du FMI imposent un certain nombre de limites à l'usage des D.T.S. À l'origine, un pays pouvait utiliser ses D.T.S.

seulement pour les besoins de sa balance des paiements ou en fonction de l'évolution de ses avoirs officiels en or, en devises et en D.T.S. ainsi que de sa position de réserve au Fonds (art. XXV, section 3)

et il devait s'abstenir de le faire pour changer simplement la structure de ses réserves. De plus, chaque participant devait reconstituer ses avoirs en D.T.S.

de manière à ce que, cinq ans après la première allocation et à la fin de chaque trimestre qui suivra, la moyenne du montant total de ses avoirs quotidiens en

TABLEAU 11

*Évolution des réserves officielles détenues par les banques centrales*

(fin d'année – en milliards de D.T.S.)

	1913	1928	1938	1948	1952	1956	1960	1964	1968	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Total	4,53	13,01	27,75	46,65	47,72	53,12	61,2	70,3	77,8	146,8	152,6	180,2	194,5	222,4	262,8
Or <sup>1</sup>	4,03	9,76	25,95	32,75	33,95	36,10	37,7	40,5	38,7	35,6	35,6	35,6	35,5	35,3	35,4
Position de réserve au F.M.I.					1,9	2,3	3,6	4,2	6,5	6,3	6,2	8,8	12,6	17,7	18,1
D.T.S.										8,7	8,8	8,9	8,8	8,7	8,1
Devises	0,50	3,25	1,80	13,90	13,77	17,02	19,9	25,6	32,5	96,1	102,0	126,9	137,5	160,6	201,2
dont :															
– créances officielles sur É.-U.			0,50	2,90	5,25	8,56	12,5	17,2	17,3	56,7	55,4	62,8	68,9	79,2	103,8
– créances officielles sur le Royaume-Uni			1,30	10,77	6,52	6,56	7,1	6,4	4,3	8,1	6,5	8,3	6,4	3,2	3,3
– créances officielles sur RFA									0,4	1,4	2,2	2,4	2,5	4,3	5,7
– euro-devises									3,8	21,2	26,4	38,0	45,7	53,1	70,3
dont :															
euro-dollars							1,5	3,8	18,0	21,1	32,3	38,5	45,6	58,0	

<sup>1</sup> Comptabilisé au prix officiel et à 35 D.T.S. l'once depuis la suppression de ce prix officiel.

Sources : Jusqu'en 1966 inclus : Robert TRIFFIN, *L'or et la crise du dollar*, Paris, P.U.F., 1962 ; depuis 1960 : rapports annuels du F.M.I.

D.T.S. durant la période de cinq ans la plus récente ne soit pas inférieure à 30% de la moyenne de son allocation cumulative nette de D.T.S. durant ladite période (annexe G des statuts du FMI).

Par exemple, au 1<sup>er</sup> janvier 1972, la France avait reçu 485 millions de D.T.S., montant qui n'a pas varié au cours des cinq années suivantes. Elle devait donc faire en sorte que la moyenne de ses avoirs entre le 1<sup>er</sup> janvier 1972 et le 21 décembre 1976 ne soit pas inférieure à  $485 \times 30\% = 145,5$  millions de D.T.S., c'est-à-dire un total cumulé de  $145,5 \times 1\ 827 = 265\ 828,5$ .

Supposons qu'en 1972, la France a conservé 300 millions de D.T.S., en 1973, 150 millions, en 1974 et 1975, 50 millions. Si elle s'était abstenue de toute opération en 1976, ses avoirs moyens pour la période quinquennale 1972-1976 se seraient élevés à :

$$\begin{array}{r r r}
 300 \times 366^{23} & = & 109\ 800 \\
 150 \times 365 & = & 54\ 750 \\
 50 \times (365 + 365 + 366) & = & 54\ 800 \\
 \hline
 & & 219\ 350
 \end{array}$$

Par conséquent, dans cette hypothèse, la moyenne des avoirs se serait établie à  $219\ 350 : 1\ 827 = 120$  millions et aurait donc été inférieure à celle prescrite.

Pour que cette dernière soit respectée, la France devait reconstituer ses avoirs de manière à augmenter le total cumulé de  $265\ 828,5 - 219\ 350 = 46\ 478,5$  millions, soit  $46\ 478,5 : 366 = 126,99$  millions de D.T.S. par jour restant à couvrir jusqu'à la fin de la période quinquennale envisagée.

Afin de satisfaire cette obligation, la France aurait pu, par exemple, acheter 127 millions de D.T.S. le 1<sup>er</sup> janvier 1976, portant ainsi les avoirs détenus (et non utilisés) en D.T.S. pendant l'année 1976 à 177 millions, ce qui aurait permis d'établir une moyenne sur cinq ans de  $265\ 832 : 1\ 827 = 145,5$  millions de D.T.S.<sup>24</sup>.

Depuis l'adoption du deuxième amendement aux statuts du FMI, les règles restreignant l'usage des D.T.S. ont été sérieusement allégées. Tout d'abord, le niveau minimum des avoirs moyens en D.T.S. que les participants doivent maintenir a été réduit de 30 à 15%. Ensuite et surtout, les participants peuvent maintenant utiliser des D.T.S. sans que cette utilisation soit dictée par des besoins de balance des paiements et sans avoir à obtenir l'autorisation du FMI. De plus, celui-ci est dorénavant habilité à étendre la liste des opérations à l'occasion desquelles les participants peuvent utiliser des D.T.S. sans les échanger directement

23. 1972 et 1976 étaient des années bissextiles.

24. Pour une analyse détaillée de ces opérations, on peut notamment se reporter à l'ouvrage de Michel LELART : *Les opérations du FMI*, (chapitre 2) : « Les transactions du compte spécial », à paraître en 1980.



contre des monnaies. Par exemple, les participants peuvent utiliser des D.T.S. pour régler des obligations financières ou en gager l'exécution, s'octroyer des prêts les uns aux autres, etc.<sup>25</sup>. D'autres améliorations des D.T.S. sont actuellement envisagées, telles que la possibilité de conclure des accords de *swaps* en D.T.S. et, surtout, l'élargissement du nombre des institutions officielles habilitées à traiter en D.T.S.<sup>26</sup>. Ce dernier point paraît particulièrement intéressant dans la mesure où il pourrait prélude à l'introduction des D.T.S. dans des circuits privés.

## B – La définition du D.T.S.

À l'origine, le D.T.S. a été défini comme égal à 0,888671 gramme d'or, c'est-à-dire à 1/35 d'once. La valeur du D.T.S. a donc été identique à celle du dollar jusqu'à la dévaluation de la monnaie américaine en décembre 1971. Cependant, dans la mesure où une démonétisation de l'or était envisagée, le rattachement du D.T.S. à l'or perdait sa signification. C'est pourquoi, en juin 1974, une nouvelle définition du D.T.S. a été décidée. Dorénavant, celui-ci est défini par rapport à un « panier » de monnaie, c'est-à-dire à la moyenne pondérée des taux de change des principales monnaies du monde.

En juin 1974, le FMI a retenu pour composer ce « panier » les monnaies des 16 pays qui avaient réalisé en moyenne, de 1968 à 1972, au moins 1% des exportations mondiales de biens et services. Il a pondéré l'importance de ces monnaies dans le « panier » en tenant compte, d'une part, du commerce extérieur de chaque pays considéré, d'autre part, du rôle de chacune de ces monnaies. Par exemple, le dollar a été retenu pour 33%, alors que les exportations américaines n'avaient représenté que 14,7% des exportations mondiales<sup>27</sup>. Ce « panier » initial a été révisé le 28 juin 1978, le riyal saoudien et le rial iranien ont été remplacés par la couronne danoise et le rand sud-africain, et les pondérations des monnaies ont été modifiées en fonction de l'évolution du commerce mondial pendant les années 1972 à 1976 (tableau 12).

## C – Le D.T.S., numéraire du système monétaire international

Il convient tout d'abord de faire justice d'un argument qui a parfois été invoqué lors de la mise en œuvre de la nouvelle définition du D.T.S. par un « panier » de monnaies, à savoir qu'un bien ne pourrait pas à la fois servir d'instrument de mesure pour d'autres biens et être défini lui-même par l'intermédiaire de ces biens.

25. Cf. à ce sujet le bulletin du FMI de septembre 1979, supplément consacré au Fonds.

26. Pour une description des améliorations du D.T.S. actuellement à l'ordre du jour, on peut notamment se reporter à Walter O. HABERMEIER, *Le D.T.S. comme unité de compte internationale*, Finances et développement, FMI, mars 1979.

27. Il convient de noter que la pondération du dollar au sein du « panier » peut avoir une valeur symbolique mais ne donne à la monnaie américaine aucun *pouvoir* particulier. Les monnaies composant le « panier » ne sont, en effet, que des points de référence.

TABLEAU 12

*Composition du « panier » définissant le D.T.S. au 1<sup>er</sup> juillet 1978*

	Pourcentage de chaque monnaie au sein du « panier »	Quantité de chaque monnaie incluse dans le « panier »
Dollar des États-Unis	33	0,40
Deutschemark	12,5	0,32
Yen japonais	7,5	21,00
Franc français	7,5	0,42
Livre sterling	7,5	0,05
Lire italienne	5	52,00
Florin néerlandais	5	0,14
Dollar canadien	5	0,70
Franc belge	4	1,60
Riyal d'Arabie saoudite	3	0,13
Couronne suédoise	2	0,11
Rial iranien	2	1,70
Dollar australien	1,5	0,017
Peseta espagnole	1,5	1,50
Couronne norvégienne	1,5	0,10
Schilling autrichien	1,5	0,28
	100%	1 D.T.S.

Supposons, pour simplifier, l'égalité suivante :

$$1 \text{ franc} = 1 \text{ mark} = 1 \text{ dollar} = 1 \text{ D.T.S.}$$

Dans l'hypothèse d'une pondération identique des trois monnaies, on a :

$$1 \text{ D.T.S.} = \frac{1}{3} \text{ FF} + \frac{1}{3} \text{ DM} + \frac{1}{3} \text{ dollar.}$$

Supposons maintenant qu'après une dévaluation du franc, celui-ci ne vaille plus qu'un  $\frac{1}{2}$  D.T.S. En remplaçant la valeur de chaque monnaie par son équivalent en D.T.S. dans l'équation précédente, on obtient :

$$1 \text{ D.T.S.} = \frac{1}{3} \times \frac{1}{2} \text{ D.T.S.} + \frac{1}{3} \text{ D.T.S.} + \frac{1}{3} \text{ D.T.S.} = \frac{5}{6} \text{ D.T.S.}$$

En apparence, on aboutit donc à un résultat absurde. En réalité, il n'en est rien à condition d'interpréter correctement ce résultat. En effet, à la suite de la dévaluation du franc, le D.T.S., qui incorpore celui-ci dans sa définition, fluctue également et le résultat calculé évalue simplement la valeur du « nouveau D.T.S. » (après la dévaluation du franc) par rapport à la valeur de l'ancien D.T.S. (avant la dévaluation du franc).

Par ailleurs, on peut remarquer que ce numéraire qui définit toutes les autres monnaies, tout en étant lui-même défini par elles, ne fait que reproduire sur le plan monétaire un système fréquemment utilisé ailleurs. Par exemple, dans le Tour de France cycliste, le leader de l'épreuve – le « maillot jaune » – est défini par rapport à tous les autres concurrents (il est le premier d'entre eux). En même temps, chacun de ceux-ci est défini par le temps et le nombre de places au classement qui le séparent du « maillot jaune » (on dira ainsi qu'un tel est 5<sup>e</sup> à 6 minutes, etc.). On ne voit donc pas pourquoi des économistes devraient être perplexes devant un système qui ne pose nul problème aux lecteurs des journaux sportifs...

Cela dit, il serait parfaitement envisageable de dédoubler le D.T.S. actuel. Un étalon stable pourrait être défini, correspondant, par exemple, à la valeur du D.T.S. le jour de l'entrée en vigueur du nouveau système. Il permettrait de calculer l'évolution des monnaies (y compris celle du D.T.S. lui-même). En même temps, le D.T.S. actuel continuerait à exister et servirait d'instrument de réserve. Deux appellations différentes devraient logiquement distinguer ces deux fonctions différentes.

Cette séparation des fonctions remplies par deux instruments monétaires différents a longtemps été la règle pour les monnaies nationales. En France, par exemple, jusqu'au Consulat, on utilisait pour les contrats une monnaie de compte – la livre – et pour les paiements des monnaies métalliques – écu, franc, etc. – dont la valeur en unité de compte était variable selon l'arbitraire royal.

Remarquons qu'un tel dédoublement du D.T.S. se trouve déjà amorcé depuis la révision du « panier » définissant le D.T.S. le 28 juin 1978. En effet, depuis lors, l'ancien D.T.S. et le nouveau ont évolué différemment et, si seule la valeur du nouveau « panier » est calculée quotidiennement par le FMI, il n'en demeure pas moins que la décision instituant le « financement pétrolier » a prévu que les pays qui prêteraient leur monnaie au Fonds et auraient de ce fait une créance exprimée en D.T.S. pourraient demander que l'ancienne méthode continue à s'appliquer en cas de modification du mode de détermination de la valeur du D.T.S. Cependant, à la différence du système de dédoublement envisagé ici, dans le système actuel, aucun des deux D.T.S. n'est parfaitement stable.

Reste à se demander quel est le rôle effectivement joué actuellement par le D.T.S. en tant que numéraire du système monétaire international. En effet, cette fonction a perdu une grande partie de son importance depuis l'instauration du flottement des monnaies en mars 1973. Cependant, le prix officiel de l'or ayant été aboli, depuis l'adoption du deuxième amendement, le D.T.S. est devenu l'unité de compte du FMI. Par ailleurs, au 30 juin 1978, quinze pays sur les 134 recensés par le FMI établissaient leur taux de change par rapport au D.T.S. Les plus importants d'entre eux étaient l'Iran, Bahrein, le Zaïre et les Émirats arabes unis. Pour les pays en développement, le rattachement de leur monnaie au D.T.S. présente l'avantage de stabiliser celle-ci par rapport aux monnaies des principales

puissances commerciales du monde qui sont prises en compte dans le « panier » qui définit le D.T.S. Dans une optique voisine, d'autres pays en développement rattachent leur monnaie à des « paniers » – différents du D.T.S. – qui reflètent la répartition géographique de leur commerce extérieur. Enfin, le D.T.S. est également utilisé comme unité de compte par un certain nombre d'organismes internationaux officiels comme la Banque africaine de développement, le Fonds monétaire arabe et la Banque nordique d'investissement.

Enfin, le FMI calcule quotidiennement les taux de change des principales monnaies du monde par rapport au D.T.S. En pratique, dans la mesure où il serait très malcommode pour le FMI de rassembler les taux du marché de toutes les monnaies par rapport aux monnaies du « panier », il utilise le dollar comme intermédiaire. Pour ce faire, il collecte d'abord, chaque jour, les taux de change des monnaies du « panier » par rapport au dollar. Après quoi, il pondère ces taux de change (exprimés en dollars) par la quantité de chaque monnaie incluse dans le « panier », ce qui lui donne le cours du dollar par rapport au D.T.S. Pour calculer le nombre d'unités monétaires d'une devise pour 1 D.T.S., le FMI multiplie le cours de cette devise par rapport au dollar par le cours du dollar par rapport au D.T.S. trouvé précédemment. Par exemple, si 1 D.T.S. = 1,206375 dollar et 4,81 francs = 1 dollar, en multipliant 4,81 par 1,206375, on trouve : 1 D.T.S. = 5,80266 francs. Pour calculer la valeur d'un D.T.S. par rapport à chacune des devises, le FMI divise la valeur en D.T.S. du dollar par le taux de la devise considérée par rapport au dollar. Par exemple, si 1 dollar = 0,82893 D.T.S. (équivalant à 1 D.T.S. = 1,206375 dollar) et 4,81 francs = 1 dollar, en divisant 0,82893 par 4,81, on trouve que, ce jour-là, 1 franc était égal à 0,172335 D.T.S.

D – Le D.T.S. peut-il devenir « le principal instrument de réserve du système monétaire international » ?

En tant qu'instrument de réserve, le D.T.S. représentait, en fin 1977, 3,1% des avoirs officiels détenus par les banques centrales (tableau 11). Cette faiblesse s'explique par le fait qu'après trois distributions de D.T.S. – en 1970, 1971 et 1972 – pour un montant total de 9,3 milliards de D.T.S., il n'y en a plus eu jusqu'en 1979. En septembre 1978, sur la recommandation du Comité intérimaire, l'Assemblée générale du FMI a décidé l'allocation de 4 milliards de D.T.S. par an durant la période 1979–1981. Le montant total de D.T.S. sera ainsi porté à 21,3 milliards de D.T.S.

En fait, il paraît douteux que le D.T.S. puisse jouer dans les réserves des banques centrales le rôle de premier plan qui lui est assigné aussi longtemps qu'il ne sera créé que comme une liquidité *complémentaire* et non pas comme un substitut au moins partiel au dollar. De ce point de vue, l'accord de principe conclu en septembre 1979 entre les ministres des Finances des cinq principaux pays-membres du FMI – États-Unis, France, Grande-Bretagne, Japon et R.F.A. – de créer, d'ici quelques mois, un « compte de substitution » auprès duquel les

pays jugeant avoir un montant « excessif » de dollars pourraient en demander la conversion en D.T.S., paraît prometteur. Les doutes qui apparaissent maintenant aux États-Unis en ce qui concerne l'opportunité de maintenir la primauté internationale du dollar devraient conduire l'Administration américaine à favoriser l'instauration d'un tel mécanisme. Encore faudrait-il savoir si les principaux détenteurs de liquidités officielles internationales – en premier lieu, les pays pétroliers les plus riches – acceptent de remplacer une partie importante des dollars qu'ils possèdent par des D.T.S. Deux arguments antagonistes méritent une attention particulière :

– l'un – économique – met en avant l'avantage qu'il y a à détenir un actif qui échappe aux fluctuations vigoureuses qui menacent sans cesse les monnaies isolées (par opposition aux monnaies composites comme le D.T.S.). De plus, les détenteurs de D.T.S. perçoivent un intérêt qui n'est pas négligeable puisque, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1979, celui-ci est passé de 60 à 80% d'un taux de marché composite constitué par la moyenne pondérée des taux d'intérêt à court terme des États-Unis, de la R.F.A., du Royaume-Uni, de la France et du Japon ;

– l'autre – psychologique – insiste sur les risques qu'il y aurait à détenir des réserves importantes libellées dans une « monnaie abstraite » qui pourrait être un jour supprimée ou profondément modifiée. Par ailleurs, il rappelle que, même si l'usage du D.T.S. a été assoupli, il est loin d'être aussi libre que celui d'une monnaie nationale.

Au fur et à mesure que le D.T.S. s'acclimatera dans les relations monétaires internationales et que les règles qui le régissent seront améliorées, il est vraisemblable que les réticences parfois perceptibles actuellement s'atténueront. Il deviendra clair peu à peu qu'il est plus hasardeux de faire dépendre ses réserves d'une banque centrale étrangère qui peut à tout moment dévaluer sa monnaie que du FMI dont les règles – majorité qualifiée pour toute décision importante, etc. – protègent bien davantage les détenteurs de D.T.S. Après tout, une longue période de temps s'est aussi écoulée jadis avant que les « monnaies-papier » soient vraiment acceptées...

#### E – Le D.T.S. doit-il accéder dans des circuits privés ?

Les statuts du FMI qui prohibent le passage des D.T.S. dans des circuits privés interdisent de ce fait même leur utilisation comme instrument d'intervention sur les marchés des changes. La « privatisation » du D.T.S. apparaît donc comme un préalable pour que celui-ci puisse jouer également ce rôle habituellement imparti à une monnaie internationale.

Cependant, le plan de « Réforme monétaire internationale » élaboré en 1974 au sein du FMI envisageait de contourner cet obstacle en autorisant les banques centrales à

échanger des D.T.S. contre leurs propres monnaies avec des banques commerciales... à la condition que les D.T.S. en question soient transférés directement à une autre banque centrale ou proviennent directement d'une autre banque centrale.

De cette manière les banques commerciales seraient des intermédiaires dans des transactions en D.T.S. entre les banques centrales sans détenir elles-mêmes de D.T.S.<sup>28</sup>.

Actuellement, les D.T.S. ne circulent qu'entre banques centrales et institutions officielles internationales. Néanmoins, ils sont d'ores et déjà utilisés comme unité de compte dans certaines opérations privées. Selon W. O. Habermeier,

plus d'une douzaine de banques commerciales n'hésitent pas aujourd'hui à accepter des dépôts de devises à court terme indexés sur les D.T.S.<sup>29</sup>.

De même, quelques obligations publiques en D.T.S. ont été émises au cours des dernières années. Toutes ces opérations restent cependant marginales.

En fait, la plus grande chance de développement du D.T.S. comme unité de compte privée paraît résider dans son adoption par des cartels internationaux tels l'IATA ou l'OPEP. En effet, pour ces derniers, il est de première importance de pouvoir se référer à une unité de compte stable, reflétant l'évolution de l'ensemble des grandes monnaies du monde. Le D.T.S. peut leur permettre de satisfaire une telle exigence. Dans cette optique, la commission des experts de l'OPEP créée à Genève, en juin 1978, étudie les modalités d'une fixation du prix du pétrole, soit en D.T.S., soit par rapport à un « panier » privilégiant les monnaies des principaux pays du golfe Persique.

Le stade suivant – celui du passage du D.T.S. dans des circuits privés – pourrait être amorcé par son usage comme instrument d'intervention sur les marchés des changes. En même temps, dans la mesure où l'élargissement du nombre d'institutions officielles habilitées à traiter en D.T.S. est envisagé, celui-ci pourrait également ouvrir la voie à des transactions entre ces institutions et les organismes privés avec lesquels elles sont habituées à avoir des transactions financières.

Cependant, pour que le D.T.S. puisse réellement s'implanter dans les marchés financiers internationaux, il serait nécessaire, bien évidemment, non seulement que le FMI autorise des banques commerciales et, éventuellement, des entreprises d'une certaine taille à en détenir, mais également qu'il joue le rôle de « prêteur » et d'« emprunteur en dernier ressort » pour les opérations en D.T.S., de manière à amorcer l'organisation d'un marché international privé de celui-ci. Le moins qu'on puisse dire, c'est que la plupart des gouvernements ne semblent pas encore prêts – psychologiquement – pour confier une telle tâche au FMI.

## VI – L'AVENIR DE L'ÉCU

Malgré les réticences des autorités monétaires allemandes, le rôle international du deutschemark ne cesse de s'amplifier, en particulier sur le marché des euro-

28. Comité pour la réforme du système monétaire international, « Comité des Vingt » : *Réforme monétaire internationale*, FMI, Washington 1974.

29. O. HABERMEIER, étude citée.

devises. S'agit-il d'un processus inévitable ? Les pays européens – et tout d'abord la R.F.A. elle-même – peuvent-ils refréner cette internationalisation de la monnaie allemande en favorisant activement l'expansion d'une « monnaie » exclusivement internationale (européenne), l'écu ?

Si l'on se réfère à la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, qui apparaît comme l'acte constitutif du système monétaire européen, on constate que celle-ci assigne à l'écu les fonctions « officielles » d'une monnaie internationale – numéraire, instrument de réserve des banques centrales, instrument de règlement entre celles-ci – à l'exclusion de la fonction d'intervention sur les marchés des changes. Mais, comme nous l'avons vu au sujet du D.T.S., l'exercice de cette dernière fonction suppose le passage dans des circuits privés, ce que la Résolution du 5 décembre ne prévoit pas.

En premier lieu, en tant que numéraire (dénominateur) du système monétaire européen, l'écu ne sert pas seulement à définir les taux pivots des monnaies des pays-membres, mais également à établir un « indicateur de divergence » qui doit permettre de déceler quelles sont les monnaies qui s'écartent de la moyenne pondérée des monnaies européennes et sont donc responsables d'une déstabilisation éventuelle du système. L'écu est également utilisé comme dénominateur pour les opérations de crédit du Fonds européen de coopération monétaire (FECOM).

En second lieu, l'écu doit devenir un instrument de réserve important des banques centrales européennes. En fait, l'avènement de l'écu en tant que tel devrait se faire en deux temps :

– tout d'abord, conformément à la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978, les banques centrales des pays européens ont versé au FECOM, 20% de leurs avoirs en dollars et 20% de leurs avoirs en or évalué au cours moyen enregistré sur le marché de Londres pendant les six mois précédents, sans que le chiffre retenu puisse excéder le cours constaté l'avant-dernier jour ouvrable de la période. Elles ont été créditées en échange d'un montant équivalent d'écus. L'opération s'apparente à des crédits croisés renouvelables. La Résolution précise, par ailleurs, que les banques centrales européennes devront maintenir en permanence 20% de leurs réserves en dépôt auprès du FECOM. Ce système permet d'amorcer la conversion des réserves en dollars des banques centrales européennes en écus, mais *il ne crée pas de réserves additionnelles* ;

– il en sera tout différemment quand le système définitif entrera en vigueur, en principe d'ici deux ans. En effet, le communiqué publié à l'issue du Conseil européen qui s'est tenu à Brême les 5 et 6 juillet 1978 prévoyait qu'à ce moment-là des écus seraient créés non seulement en contreparties de dépôts au Fonds monétaire européen – nom que prendra le FECOM à l'issue de la phase transitoire – d'or et de devises, mais également « de monnaies de pays-membres pour un montant d'un ordre de grandeur comparable ». Dès lors, il y aura *création de liquidités internationales nouvelles* et le Fonds monétaire européen s'apparentera à une véritable banque centrale susceptible d'avoir une politique monétaire propre et non plus seulement à une « chambre de compensation ».

En troisième lieu, l'écu est utilisé comme moyen de règlement entre les autorités monétaires de la Communauté européenne. En effet, le S.M.E. oblige les pays participants à intervenir sur les marchés des changes pour maintenir leur monnaie à l'intérieur de marges de fluctuation de  $\pm 2,25\%$  par rapport aux taux pivots et également pour éviter de diverger par rapport à la moyenne pondérée des monnaies européennes. La Résolution du 5 décembre 1978 précise qu'

en principe, les interventions seront effectuées dans les monnaies participantes. L'intervention dans les monnaies participantes est obligatoire lorsque les points d'intervention définis par les marges de fluctuation sont atteints.

Supposons qu'en raison d'une spéculation à la hausse du deutschemark, le taux de change bilatéral franc français–deutschemark ait tendance à « sortir » des marges de fluctuation imparties. Dans cette hypothèse, la Bundesbank devra acheter des francs (contre marks) à Francfort pendant que la Banque de France interviendra à Paris en vendant des marks et en achetant des francs. Pour ce faire, cette dernière pourra emprunter des marks auprès de la Bundesbank.

Les montants mis ainsi à la disposition sont calculés en écus au cours quotidien de l'écu et comptabilisés sur des comptes de financement gérés par le FECOM. Le même traitement est appliqué aux montants en monnaie des partenaires qu'une banque centrale participante collecte sur le marché pour en assurer le soutien <sup>30</sup>.

Pour régler son solde, la banque débitrice pourra soit utiliser la monnaie du pays créancier – dans notre exemple, des marks – soit les écus qu'elle détient, soit d'autres éléments de réserve conformément à la composition de ses réserves en devises. Cependant, une banque centrale créditrice n'est pas tenue d'accepter des paiements en écus dépassant 50% de sa créance. Enfin, une banque centrale débitrice peut obtenir des crédits à court terme, voire un concours financier à moyen terme <sup>31</sup>.

Il apparaît donc que l'écu est appelé à jouer un rôle croissant dans les principales fonctions d'une « monnaie internationale officielle », sauf comme instrument d'intervention. Ce faisant, il concurrencera bien davantage dans les opérations des banques centrales européennes les monnaies de pays déficitaires, en premier lieu le dollar, qu'une monnaie qui tend à se répandre dans les circuits privés comme le mark. Il reste donc à se demander dans quelle mesure l'écu pourrait progressivement s'infiltrer dans de tels circuits également.

En théorie, l'écu pourrait devenir non seulement un numéraire, mais même une « monnaie privée » utilisable aussi bien dans les transactions financières que dans les règlements commerciaux, à l'initiative des seules banques commerciales et sans intervention des autorités monétaires européennes. Dès à présent, au sein

30. *Rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank*, mars 1979.

31. Pour une description détaillée de ceux-ci, on peut se reporter au texte de la Résolution du Conseil européen publié dans *Le Monde* daté du 7 décembre 1978 et également au rapport de la Bundesbank mentionné ci-dessus.



de l'Union économique belgo-luxembourgeoise, des comptes bancaires en écus peuvent être ouverts dans certaines conditions par des agents économiques privés en relations financières avec la Communauté<sup>32</sup>. Ce système ne pourrait-il se généraliser ?

Supposons un agent économique privé – particulier ou entreprise – désirant ouvrir un compte à terme indexé sur l'écu. Pour ce faire, il versera, par exemple, des francs et sera également remboursé en francs. Toutefois, le montant de francs qui lui sera versé à l'échéance dépendra de l'évolution de la monnaie française par rapport à l'écu au cours de la période pendant laquelle le dépôt aura été fait. Dans l'hypothèse où pendant cette période, le franc s'est déprécié par rapport à l'écu, la banque commerciale qui aura accepté ce dépôt indexé sur l'écu devra rembourser davantage de francs qu'elle n'en aura précédemment reçus. Pour éviter de courir un tel risque de change, la banque considérée peut recourir à deux procédés :

– soit, elle parvient à compenser les dépôts indexés sur l'écu en prêtant simultanément des sommes identiques indexées sur l'écu pour une période équivalente. La taille extrêmement réduite du marché des opérations bancaires indexées sur l'écu rend pour le moins invraisemblables de telles « coïncidences » ;

– soit, elle se couvre contre une dépréciation du franc français vis-à-vis de l'écu en utilisant les capitaux reçus au moment de l'ouverture du compte pour acheter un « panier » de monnaies représentatif de l'écu, c'est-à-dire en plaçant elle-même les capitaux reçus dans les neuf pays de la Communauté européenne en fonction des pourcentages de chacune des monnaies de ces pays au sein du « panier » définissant l'écu. À l'échéance, elle vendra ces monnaies pour obtenir le montant de francs qu'elle devra rembourser à son client.

Dans cette optique, on pourrait même imaginer que l'écu soit utilisé comme une véritable « monnaie privée » sans qu'aucune décision soit prise en ce sens par les autorités monétaires européennes. Pour ce faire, il suffirait qu'une banque commerciale accepte un dépôt à vue dans l'une quelconque des monnaies des pays européens mais indexé sur l'écu et fournisse, à cette occasion, à son client un carnet de chèques libellés en écus. Celui-ci pourra alors tirer un chèque en écus sur cette banque. L'agent économique qui recevra ce chèque le versera à son compte auprès d'une autre banque. Celle-ci en demandera le paiement à la première banque qui lui enverra neuf chèques dans chacune des monnaies composant le « panier » et en pourcentage de chacune de ces monnaies au sein de celui-ci...

En pratique, le développement de telles pratiques paraît tout à fait inconcevable à grande échelle. D'une part, parce qu'il supposerait la multiplication d'opérations coûteuses (couverture en neuf monnaies) et donc peu compétitives avec des opérations en monnaie nationale (en dollars, notamment). D'autre part, et surtout, parce qu'en réalité ces opérations supposent la suppression des contrôles

32. Cf. à ce sujet : Frédéric BOYER DE LA GIRODAY, *Monnaies parallèles, unités de compte et organisation monétaire européenne*, novembre 1978, note ronéotypée.

des mouvements de capitaux qui caractérisent encore certains pays européens dont la France.

Dès lors, on est conduit à penser que l'utilisation privée de l'écu non seulement comme monnaie, mais même comme numéraire pour des opérations bancaires, ne pourrait se développer que si le FECOM – ou son successeur le Fonds monétaire européen – consent à « couvrir » lui-même les banques commerciales pour les opérations en écus<sup>33</sup>. Concrètement, ceci pourrait se faire de la manière suivante : lors de l'ouverture d'un compte indexé sur l'écu, si elle ne parvient pas à compenser celui-ci par des crédits d'égale durée, la banque commerciale considérée ouvrirait elle-même un compte indexé sur l'écu auprès du F.M.E. (FECOM).

À l'échéance, elle récupérerait un montant équivalent dans la monnaie nationale de l'un des pays européens et le rembourserait à son client. Les intérêts perçus par celui-ci seraient calculés en fonction de la moyenne pondérée des taux d'intérêt dans les différents pays européens (plus une commission fixe pour la banque).

De la même façon, le développement de l'usage de l'écu comme monnaie de facturation de transactions commerciales paraît lié à l'intervention active du F.M.E. Dans la situation actuelle, en effet, ce développement paraît devoir se heurter à :

- 1) l'impossibilité de se couvrir en écus qui découle de l'absence d'un marché à terme de celui-ci. En pratique, seules des interventions du F.M.E. du type de celles examinées au paragraphe précédent pourraient amorcer l'organisation d'un tel marché ;
- 2) de plus, l'usage de l'écu ferait peser un risque de change sur les deux partenaires de l'échange, alors que l'utilisation de la monnaie de l'exportateur ou de l'importateur ne fait courir ce risque qu'à l'une des parties en présence ;
- 3) en revanche, l'usage de l'écu comme numéraire pourrait éventuellement être développé par des « cartels » internationaux, soit pour fixer leur prix (pétrole, etc.), soit pour comptabiliser les opérations entre les différents membres du cartel. On peut cependant considérer que le D.T.S. – instrument véritablement et exclusivement international – est mieux adapté à cette tâche qu'un instrument « régional » comme l'écu.

En fin de compte, on voit donc que l'expansion de l'écu dans les circuits privés – condition pour que la monnaie européenne puisse concurrencer non seulement le dollar, mais également le deutschemark – dépend de la *volonté réelle* des États-membres à encourager une telle évolution. Remarquons que, dans une hypothèse favorable, le développement de l'écu pourrait être singulièrement favorisé par l'instauration d'un contrôle du marché des euro-devises comme il en est de plus en plus souvent question ces derniers temps.

33. À ce sujet, on peut se reporter notamment à l'article de F. BOYER DE LA GIRODAY, signalé précédemment, ainsi qu'à la conférence prononcée le 25 avril 1979 par le Président de la Banque de Paris et des Pays-Bas, M. Pierre Moussa devant l'Association française des économistes d'entreprise et reproduite dans le bulletin de mai 1979 de cette banque.